

STRATEGIE DI FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE,
DECISIONI DI RISPARMIO E RUOLO DEL
SISTEMA TRIBUTARIO*

Silvia Giannini

febbraio 1986

N. 24

- * Questo lavoro fa parte di una più ampia monografia sugli incentivi fiscali agli investimenti che l'autore ha in preparazione per i tipi della Casa Editrice il Mulino.
La ricerca si avvale dei contributi del Ministero della Pubblica Istruzione.

Indice

Prefazione	p. 1
1. Sistema tributario, decisioni di investimento e scelte finanziarie delle imprese. Introduzione e conclusioni. p. 6	
1.1 Rendimenti lordi sull'investimento e rendimenti netti sul risparmio: il divario posto dal sistema tributario. ...p. 13	
1.2 Incidenza fiscale complessiva sui redditi derivanti da un investimento finanziato alternativamente con indebitamento o con capitale proprio.p. 29	
1.2.1 Finanziamento con capitale di debito.p. 30	
1.2.2 Finanziamento con capitale di rischio: sistema di tassazione classico.p. 35	
1.2.3 Finanziamento con capitale di rischio: sistemi di parziale integrazione (credito di imposta parziale e totale sui dividendi).p. 45	
1.2.4 Finanziamento con capitale di rischio: sistema di totale integrazione.p. 50	
1.3 La "neutralità" del sistema tributario rispetto alle scelte finanziarie delle imprese.p. 52	
1.4 La "neutralità" del sistema tributario rispetto alle decisioni di investimento delle imprese e di risparmio delle famiglie.p. 57	
2. Incidenza fiscale complessiva sui redditi derivanti da un investimento finanziato alternativamente con capitale di debito o di rischio: una analisi comparata fra Stati Uniti, Regno Unito, Francia, Germania Federale e Italia. Introduzione e conclusioni.p. 62	
2.1 La tassazione dei dividendi: integrazione fra imposte pagate dalla società e imposte personali.p. 67	
2.2 La tassazione delle plusvalenze.p. 74	
2.3 Deducibilità degli interessi passivi dalla base imponibile dell'imposta sulle società.p. 79	
2.4 La tassazione degli interessi percepiti da un risparmiatore-persona fisica sulle obbligazioni emesse dalle imprese e sui depositi bancari.p. 82	
2.5 Costo di un finanziamento con capitale proprio (autofinanziamento ed emissione di nuove azioni) e con indebitamento (emissione di obbligazioni e indebitamento presso gli intermediari creditizi).p. 84	
2.6 Le distorsioni indotte sulle decisioni delle imprese dai sistemi tributari concretamente adottati per la tassazione delle attività finanziarie.p. 90	
2.7 I provvedimenti per ridurre la convenienza all'indebitamento.p. 98	

3.	Un'analisi più dettagliata: il caso dell'Italia. Introduzione e conclusioni.	p.106
3.1.	Finanziamento con capitale proprio e di debito detenuto direttamente da un risparmiatore-persona fisica.	p.111
3.2	Finanziamento con capitale proprio e di debito nel caso di intermediazione da parte di un fondo comune i cui certifica- ti sono detenuti da una persona fisica.	p.115
3.3	Finanziamento con capitale proprio e di debito detenuto direttamente da una persona giuridica.	p.121
3.4	Finanziamento con capitale proprio e di debito nel caso di intermediazione da parte di un fondo comune i cui certifica- ti sono detenuti da una impresa di assicurazione. ...	p.128
3.5	La "doppia non neutralità" del sistema tributario nei confronti delle decisioni finanziarie delle imprese: una visione di insieme.	p.134
	Appendice al terzo capitolo.....	p.139
	Note.	p.153
	Riferimenti bibliografici.	p.163

Prefazione

Negli anni più recenti si è assistito, in tutti i paesi industrializzati, ad un rinnovato interesse per le politiche pubbliche indirizzate ad incentivare l'accumulazione di capitale da parte delle imprese.

Come è noto, queste politiche possono assumere modalità e forme diverse: gli interventi possono avere carattere discrezionale, o automatico; generale o selettivo; possono riguardare, ad esempio, l'offerta di servizi alle imprese o, più direttamente, tentare di modificare i parametri in base ai quali vengono effettuati i calcoli di convenienza, per le decisioni di investimento, da parte delle imprese stesse.

Rientrano tra quest'ultimo tipo di interventi, sia i cosiddetti incentivi finanziari agli investimenti, che comprendono sussidi, forme agevolate di ricorso al mercato creditizio, etc., sia i cosiddetti incentivi fiscali che riguardano, in generale, quegli aspetti del sistema tributario in grado di influire sulle decisioni di investimento delle imprese.

Nell'ambito del dibattito sugli incentivi fiscali agli investimenti (da tempo oggetto di vivace disputa sia fra gli economisti, sia fra i policy makers) vi è, tra gli aspetti più controversi e confusi, quello relativo ai potenziali effetti indotti, sulle decisioni di investimento, dalle imposte che colpiscono i redditi delle attività finanziarie emesse dalle imprese per le proprie necessità di finanziamento. Detto altrimenti, la controversia riguarda l'effetto che il sistema tributario può esercitare indirettamente sugli investimenti, tramite le modalità di finanziamento delle imprese, strumentali alle decisioni di investimento stesse.

Non solo nel dibattito politico, ma, spesso, anche nella letteratura economica, la complessità di tenere conto delle interrelazioni esistenti fra sistema tributario, scelte finanziarie e decisioni di investimento delle imprese, ha fatto sì che l'analisi dei più tradizionali incentivi fiscali agli investimenti (ammortamenti accelerati, credito di imposta agli investimenti, etc.) e quella sugli effetti del sistema tributario sulle decisioni finanziarie delle imprese, seguissero "binari paralleli".

L'importanza di non scindere, nell'analisi, l'aspetto finanziario da quello reale delle decisioni di impresa è stata, invece, dimostrata, con particolare efficacia, in alcuni lavori condotti (seppure con metodi in parte diversi) sia nel contesto italiano (Di Majo, 1973) sia, soprattutto, in quello estero (King, 1974, 1977; Auerbach, 1983a; King, Fullerton, 1984).

Emerge, da questi lavori, che per valutare in modo corretto e completo il ruolo degli incentivi fiscali sulle decisioni di investimento delle imprese è necessario tenere conto esplicitamente delle diverse modalità di finanziamento degli investimenti medesimi. Dunque, è anche necessario tenere conto dell'effetto potenzialmente indotto dal sistema tributario sulle decisioni alternative di finanziamento degli investimenti da parte delle imprese.

Tentare di non scindere, nel ragionamento, le decisioni reali da quelle finanziarie delle imprese obbliga "idealmente" ad associare ad ogni atto di investimento un corrispondente atto di risparmio. In questo processo, che lega fra loro le decisioni di investimento delle imprese e quelle di risparmio delle famiglie, il sistema tributario interviene più volte: in testa alla società, che è tassata sui rendimenti derivanti dalla

realizzazione del proprio progetto di investimento e in testa al detentore dei titoli emessi dall'impresa, che è tassato sui redditi da capitale che remunerano detti titoli.

Ma, per quali di queste imposte si può dire che vi sia coincidenza fra soggetto percosso e soggetto inciso? Quali, al contrario, subiscono un processo di traslazione che ne fa ricadere l'onere su altri soggetti economici, diversi dal contribuente di diritto?

Invero, molte delle difficoltà a fornire una risposta precisa a questi quesiti "sono rappresentative di quelle che deve affrontare lo studioso che ha a disposizione un modello imperfetto di equilibrio nel mercato dei capitali" (King, Fullerton, 1984, p.306). Le imposte di cui si è detto, infatti, non influenzano solo il conto economico delle imprese, ma anche la remunerazione netta che può essere ottenuta dai risparmiatori sul mercato dei capitali. Dunque, strettamente connesso al problema della traslazione delle imposte vi è quello dell'equilibrio su questo mercato. Innanzi tutto, è pensabile che esista una struttura dei rendimenti di equilibrio? Quali sono le caratteristiche che questo può concretamente assumere: ad esempio, è un "equilibrio segmentato" ("alla Miller"), con alcuni operatori che specializzano completamente il proprio portafoglio in un certo tipo di titoli? Quale è l'interrelazione fra gli effetti che possono essere esercitati dal sistema tributario e quelli che dipendono, invece, da altri fattori, di tipo non "fiscale"?

Rispondere a questi quesiti diviene ancora più complesso qualora si tenga presente che sui mercati dei capitali -spesso in modo difforme da quanto accade nella stilizzazione che di questi mercati fanno gli economisti- non opera un solo tipo di

investitore e, soprattutto, sono molteplici i valori mobiliari e i circuiti finanziari che possono legare fra loro decisioni di risparmio e decisioni di investimento.

In presenza di imposte, ciò può far sì che i regimi tributari delle varie fonti di finanziamento degli investimenti non si diversifichino fra loro unicamente in funzione dei particolari valori mobiliari emessi dall'impresa (azioni, obbligazioni, etc.), ma anche a seconda della particolare natura giuridica del detentore dei titoli (un individuo, o un'altra società?) e della presenza o meno di uno o più investitori istituzionali che svolgono la funzione di intermediari fra domanda e offerta di fondi.

E' noto che anche nel contesto italiano -tradizionalmente basato sull'indebitamento presso il sistema creditizio- gli aspetti a cui si è appena accennato, che riguardano la disponibilità, sui mercati finanziari, di molteplici "prodotti" e "processi", stanno assumendo, in taluni casi (si pensi, soprattutto, ai fondi comuni di investimento mobiliare), dimensioni quantitative non più trascurabili.

Tutto ciò, evidentemente, complica l'analisi e induce a una notevole cautela nel trarre conclusioni sui possibili effetti esercitati dal sistema tributario. Come vedremo nelle pagine che seguono, tuttavia, anche limitando l'analisi alle principali fonti e ai più importanti canali di finanziamento delle imprese, il trattamento tributario risulta essere così diversificato, da caso a caso (e non solo nel contesto italiano), da suscitare non pochi dubbi sulla possibilità che possa instaurarsi, sul mercato dei capitali, una struttura dei rendimenti di equilibrio. O, comunque, sembra suggerire che il legislatore fiscale desidera svolgere un ruolo attivo nel determinare le

caratteristiche di questo equilibrio.

Osserva, Cosciani (1977), proprio a proposito delle tecniche di incentivazione: " nella scelta dei vari tributi e delle varie modalità tecniche sulle quali si possono basare, è necessario evitare quelle forme di distorsioni economiche, a meno che non rispondano ad un particolare obiettivo, che turbano l'equilibrio naturale del mercato, senza alcun motivo razionale" (p.269).

In questo lavoro si tenterà di valutare fino a che punto i regimi tributari delle varie fonti di finanziamento degli investimenti disponibili per le imprese si ispirano o, invece, si discostano da questo criterio generale. Ciò, si noti, è tanto più importante alla luce del dibattito che si sta attualmente svolgendo in Italia (soprattutto in sede politico-legislativa) sull'opportunità di passare da un sistema di incentivi agli investimenti a carattere prevalentemente discrezionale e di tipo finanziario (quale è quello adottato fino ad ora) ad uno di incentivi automatici, di tipo fiscale⁴. Come si è detto, infatti, per una completa e corretta valutazione degli effetti indotti dagli incentivi fiscali sulle decisioni di investimento delle imprese occorre tenere conto di "tanti elementi, tra cui particolarmente rilevante ... le modalità di finanziamento" (Di Majo, 1973, p.30).

1. Sistema tributario, decisioni di investimento e scelte finanziarie delle imprese. Introduzione e conclusioni.

Lo studio degli effetti indotti dal sistema tributario sulla accumulazione di capitale nel settore delle imprese che hanno veste societaria è da tempo, soprattutto all'estero, oggetto di ampio dibattito e di indagine empirica.

Tra i motivi principali che hanno contribuito ad alimentare questo dibattito vi è certamente l'esigenza di fornire, alle autorità preposte al governo dell'economia, valutazioni sintetiche dei potenziali effetti indotti dalle normative concretamente adottate nelle specifiche realtà istituzionali o proposte, di volta in volta, nell'ambito di più o meno ampi progetti di riforma. Ma vi è anche, a spiegazione della vivacità di questo dibattito, la esistenza di notevoli difficoltà concettuali che rendono i risultati conseguiti ancora incerti. Ciò, nonostante i molteplici studi condotti in questo campo di indagine sviluppatosi principalmente, da un lato, a partire dai lavori pioneristici di Jorgenson (1963) e di Hall-Jorgenson (1967) sugli effetti dei cosiddetti incentivi fiscali agli investimenti in un modello neoclassico di comportamento dell'impresa e, dall'altro, sulla base dei contributi di Modigliani-Miller (1958, 1963) sulle scelte finanziarie delle imprese² in assenza e in presenza di imposte -successivamente estesi per tenere conto non solo della tassazione in testa alla società, ma anche di quella adottata in sede personale (cfr., ad esempio, Farrar, Selwyn, 1967; Stiglitz, 1973; King, 1974, 1977; Miller, 1977).

Non vuole essere compito di questo lavoro prendere compiutamente in rassegna la vasta letteratura a cui si è ora brevemente accennato; tuttavia, un riferimento ai principali e

più recenti sviluppi della medesima è indispensabile, anche per una corretta comprensione del significato da attribuire all'indagine svolta in questo lavoro.

Iniziamo col segnalare che gli studi più recenti in questo campo di analisi si sono mossi prevalentemente nella direzione di riassumere le complessità delle norme di un sistema tributario (aliquote legali, crediti di imposta, etc.) in una unica misura, denominata, nella terminologia anglosassone "effective tax rate", ossia "aliquota effettiva di imposta"³. "Aliquote effettive di imposta" possono essere, ad esempio, singolarmente calcolate con riferimento ai redditi derivanti da investimenti effettuati in diversi settori di attività economica e/o in diversi beni capitali; opportunamente ponderate, queste aliquote possono poi essere aggregate per riassumere in una unica, sintetica misura il grado complessivo di incentivo o di disincentivo all'investimento contenuto nelle norme del sistema tributario.

Come tutte le misure che tentano di ricondurre ad un unico "indice" i complessi comportamenti degli operatori economici, anche questo modo di "leggere" gli effetti potenzialmente indotti dal sistema tributario sulle decisioni reali e finanziarie delle imprese va assunto con tutte le specificazioni del caso anche perchè è di interpretazione meno semplice di quello che potrebbe a prima vista apparire. Si è già anticipato che tra gli aspetti di più ardua interpretazione vi è quello connesso alla necessità di tenere conto, per una corretta e completa valutazione degli effetti indotti dal sistema tributario sulle decisioni di accumulazione da parte delle società di capitali, non solo delle imposte dovute dalle società medesime sui redditi derivanti dall'attuazione di un progetto di investimento, ma anche di

quelle personali commisurate ai redditi delle attività finanziarie emesse dalle imprese per le proprie necessità di finanziamento.

Queste imposte, dunque (sia quelle societarie, sia quelle personali), concorrono a determinare una sorta di "cuneo di imposta" ("tax wedge") fra il rendimento lordo ottenibile su un investimento addizionale e quello netto con cui può essere remunerato il risparmiatore che in ultima istanza ha offerto all'impresa i fondi necessari per finanziare l'investimento stesso. Ma, quanta parte di questi oneri resta a gravare sul contribuente di diritto e quanta parte subisce, invece, un processo di traslazione su altri soggetti economici?

Tentare di rispondere a questo quesito comporta notevoli difficoltà a cui accenneremo solo (nel paragrafo 1.1), soprattutto al fine di avvertire il lettore di alcune cautele che dovrà adottare per non interpretare erroneamente i risultati conseguiti dalla presente indagine. Fornire una risposta precisa al quesito appena ricordato non è tuttavia indispensabile ai fini di questo lavoro, che ha come scopo quello di misurare (paragrafo 1.2), per diverse ipotesi di finanziamento degli investimenti e per diversi sistemi di tassazione dei redditi prodotti e distribuiti da una società di capitali, il "cuneo di imposta" che vi è fra il rendimento lordo ottenibile dall'impresa su un investimento addizionale e quello, al netto di ogni tributo, con cui può essere remunerato il risparmiatore che ha, in ultima istanza, finanziato quell'investimento. Ciò, al fine di riassumere, in un unico indicatore le potenziali distorsioni allocative indotte sulle decisioni di investimento e su quelle di risparmio dai sistemi di tassazione delle attività finanziarie emesse dalle imprese per il finanziamento dei propri progetti di

investimento. Per isolare questo aspetto, da altri in grado di influire sulle decisioni di investimento delle imprese, ipotizzeremo che non vi siano incentivi fiscali agli investimenti e che l'ammortamento dei beni capitali concesso a fini fiscali sia il "vero" ammortamento economico ("true" economic depreciation), definito come il declino nel valore del bene capitale dovuto sia al logoramento fisico, sia a variazioni nel prezzo del medesimo. Inoltre, verranno introdotte le seguenti ipotesi semplificatrici:

- le molteplici forme che possono essere utilizzate da una società di capitali per finanziare i propri progetti di investimento verranno riassunte in tre grandi categorie: indebitamento, emissione di nuovo capitale azionario, autofinanziamento;

- i rendimenti con cui viene remunerato il detentore dei titoli emessi dalle imprese assumeranno unicamente la forma di interessi (per quanto riguarda i titoli rappresentativi del capitale di prestito) e di dividendi e plusvalenze (per quanto riguarda i titoli rappresentativi del capitale proprio);

- in entrambi i casi, si porrà l'ipotesi che il detentore delle attività finanziarie emesse dall'impresa sia un ipotetico risparmiatore-persona fisica (nel capitolo terzo, relativo al caso italiano, si ipotizzerà anche che il detentore dei titoli possa essere una persona giuridica e si tratterà il caso di intermediazione da parte di un fondo comune di investimento mobiliare).

Deriva, dalle ipotesi appena ricordate, che il "cuneo di imposta" fra il rendimento lordo sull'investimento e quello netto sul risparmio dipenderà, oltre che dall'aliquota dell'imposta sulle società:

- dalla facoltà concessa all'impresa di dedurre dalla propria base imponibile gli interessi corrisposti sul capitale preso a prestito;

- dal sistema di tassazione personale concretamente adottato per gli interessi, per i dividendi e per le plusvalenze maturate sul capitale azionario.

Come vedremo, mentre non esistono particolari difficoltà per misurare il "cuneo di imposta" che vi è tra il rendimento lordo sull'investimento e quello netto sul risparmio nel caso di finanziamento con indebitamento (paragrafo 1.2.1), più difficile e controversa è la determinazione di detto "cuneo" nell'ipotesi di finanziamento degli investimenti con capitale proprio (paragrafi 1.2.2, 1.2.3 e 1.2.4). Alcuni tra gli sviluppi più recenti della letteratura suggeriscono (e di ciò si terrà conto nell'analisi che segue) che "l'approccio tradizionale di ponderare le imposte sui dividendi e sulle plusvalenze per determinare una aliquota di imposta personale complessiva sul rendimento del capitale azionario non ha giustificazioni" (Auerbach, 1983b, p.486).

Oltre alle difficoltà a cui si è appena accennato, il calcolo dell'incidenza fiscale complessiva (ai due termini "aliquota effettiva di imposta" e "incidenza fiscale complessiva" verrà attribuito in questo lavoro un significato equivalente) nell'ipotesi di finanziamento degli investimenti con capitale proprio sarà più complesso di quello relativo all'indebitamento anche perchè è obiettivo di questo lavoro estendere l'analisi a diversi sistemi di tassazione delle società di capitali. Come è noto, le maggiori diversità, a questo proposito, riguardano il trattamento dei dividendi e, più precisamente, il grado di "integrazione" tra le imposte pagate dalla società e quelle

personali dovute sugli utili distribuiti dalla società medesima. Il termine "integrazione" andrà inteso, in questo contesto, come "un sistema in cui l'incidenza della doppia tassazione è interamente o parzialmente mitigata"⁴.

La cosiddetta "doppia tassazione" degli utili distribuiti da una società di capitali (una prima volta in testa alla società medesima ed una seconda volta in testa al socio percettore degli utili) è prevista dal sistema "classico" di tassazione delle società, da lungo tempo in vigore negli Stati Uniti.

Su questo ci soffermeremo più a lungo (nel paragrafo 1.2.2) anche perchè è soprattutto con riferimento a questo sistema di tassazione delle società di capitali che più controverso e vivace è il dibattito sul costo di un finanziamento con capitale azionario. Si anticipa, al proposito, che la maggiore controversia riguarda l'incidenza dell'imposta personale sui dividendi: in presenza di un trattamento fiscale differenziato delle plusvalenze maturate sul capitale azionario e degli utili distribuiti, vi è, da un lato, chi sostiene che la tassazione personale dei dividendi non concorre a determinare il costo di un finanziamento con capitale proprio -e dunque ogni sua variazione è irrilevante ai fini delle decisioni di investimento delle imprese- e, dall'altro, chi sostiene l'opinione opposta, che trascurare dette imposte condurrebbe a conclusioni errate per quanto riguarda l'effetto complessivamente esercitato dal sistema tributario sulle decisioni di investimento.

Dopo avere preso in considerazione il sistema di tassazione classico, verranno esaminati (paragrafo 1.2.3) alcuni sistemi di cosiddetta "parziale integrazione" (credito parziale e totale sui dividendi); questi sistemi prevedono, come è noto, solamente per gli utili distribuiti, forme di compensazione parziale o completa

dell'imposta pagata dalla società e di quelle dovute dal socio.

Infine, anche se detto sistema non è solitamente previsto nei sistemi tributari concretamente adottati, l'attenzione sarà rivolta (paragrafo 1.2.4) al metodo di tassazione denominato di "totale integrazione" o anche, frequentemente, sistema "Carter", dal nome della Commissione canadese che ne studiò dettagliatamente e ne propose, nel 1966, l'adozione⁵. All'estremo opposto rispetto al sistema classico, questa forma di imposizione prevede, di fatto, l'abolizione di ogni tassazione separata delle società di capitali.

Il "cuneo di imposta" che ciascuno di questi sistemi di tassazione delle società di capitali pone fra il rendimento lordo sull'investimento e quello netto sul risparmio, nell'ipotesi di finanziamento con capitale proprio, confrontato con quello che emerge nel caso di finanziamento con indebitamento, consentirà di evidenziare quali condizioni dovrebbero essere rispettate affinché un sistema tributario possa essere ritenuto "neutrale" rispetto alle decisioni finanziarie delle imprese (paragrafo 1.3). Il termine "neutrale", in quella sede, sarà usato come semplice sinonimo di "non discriminatorio": definiremo neutrale dal punto di vista delle decisioni finanziarie delle imprese un sistema di tassazione che non determina incentivi a ricorrere a forme alternative di raccolta del risparmio a fronte di una medesima decisione di investimento.

Diversa e più complessa è una definizione di neutralità per quanto riguarda le scelte di investimento delle imprese: come avremo occasione di ricordare (paragrafo 1.4), due sono i sistemi di tassazione solitamente individuati, nella letteratura, a questo proposito. Un primo sistema adotta un imponibile tipo-profitto e prevede una totale integrazione fra le imposte

sulla società e quelle personali. Un secondo sistema di tassazione ritenuto neutrale, invece, è quello denominato, nella letteratura, "classico" purchè si adotti, come imponibile dell'imposta sulle società, il cash-flow.

1.1 Rendimenti lordi sull'investimento e rendimenti netti sul risparmio: il divario posto dal sistema tributario.

Si è già anticipato che larga parte degli studi volti ad esaminare gli effetti indotti dalle norme del sistema tributario (aliquote legali, deduzioni di imposta e di imponibile, etc.) sulla accumulazione di capitale nel settore societario si è mossa nella direzione di sintetizzare dette norme in una unica misura denominata "aliquota effettiva di imposta". In questa parte del lavoro l'obiettivo sarà quello di descrivere brevemente la logica che sottende questo approccio all'analisi degli effetti della tassazione sulle decisioni di impresa.

A tal fine introdurremo numerose ipotesi semplificatrici: ipotizzeremo che i mercati siano perfettamente competitivi, che non vi siano costi di transazione e che non esista rischio, nè incertezza. Ciò consentirà di trattare in modo del tutto analogo i titoli rappresentativi del capitale proprio dell'impresa e di quello di prestito: in un mondo senza rischio, nè incertezza, infatti, la differenza fra azioni e obbligazioni si riduce a poco più di una differenza di carattere terminologico.

Le ipotesi di cui si è detto, ne siamo consapevoli, sono molto restrittive; tuttavia, esse sono di particolare efficacia - e saranno pertanto mantenute nell'ambito di questo lavoro - al fine di evidenziare i soli effetti sulle decisioni di impresa eventualmente imputabili alla presenza delle imposte.

Se a fianco delle ipotesi appena introdotte si aggiunge anche quella di assenza della tassazione (assunzione, quest'ultima, che abbandoneremo fra breve) si può dire che un'impresa -che agisca avendo come obiettivo (nell'interesse dei propri azionisti) la massimizzazione dei profitti⁶- sarà indotta ad investire fino al punto in cui il rendimento percentuale che può ottenere dall'investimento marginale (al netto delle quote di ammortamento) è uguale al tasso di interesse di mercato. Quest'ultimo, infatti, rappresenta, per l'impresa, il costo-opportunità connesso all'acquisto del bene capitale: se l'impresa si autofinanzia deve "rinunciare" al tasso di interesse che avrebbe potuto ottenere se, alternativamente all'investimento nel bene capitale, avesse prestato i propri fondi alle condizioni di mercato; se l'impresa si finanzia ricorrendo a fonti di finanziamento esterne, il tasso di interesse di mercato rappresenta la remunerazione che la società deve garantire al possessore dei propri titoli azionari ed obbligazionari per poter reperire fondi sul mercato mobiliare.

E' evidente che in un mondo semplificato quale è quello che abbiamo appena descritto non esiste alcun divario fra il rendimento percentuale che deriva, al netto dell'ammortamento, dall'investimento in una attività reale e quello con cui può essere remunerato colui che offre all'impresa i fondi necessari al finanziamento dell'investimento stesso: sul progetto di investimento marginale, per l'impresa, su cui non sono guadagnati extra-profitti, i due rendimenti coincidono. Inoltre, le scelte finanziarie delle imprese sono assolutamente irrilevanti ai fini delle decisioni di accumulazione; queste ultime, in sostanza, possono essere assunte in modo separato e indipendente dalle prime⁷.

L'introduzione delle imposte, commisurate sia ai redditi individuali sia a quelli conseguiti dalle società di capitali, avrà in generale l'effetto di produrre un divario fra il rendimento al lordo delle imposte conseguito sull'investimento marginale e quello netto con cui può essere remunerato il risparmiatore individuale che ha finanziato, in ultima istanza, l'operazione di incremento della capacità produttiva.

Questo divario dipenderà da molteplici elementi, tra cui, di particolare rilievo sono:

- il regime di ammortamento previsto dalla normativa tributaria per i diversi beni capitali;
- la presenza di incentivi fiscali, sia generali, sia selettivi (ad esempio, a solo beneficio di alcuni settori o aree territoriali), quali il credito di imposta agli investimenti (tipico della legislazione fiscale statunitense), la detassazione degli utili reinvestiti, l'abbattimento della aliquota dell'imposta sulle società, etc.;
- la facoltà concessa all'impresa di dedurre dal proprio reddito imponibile gli interessi corrisposti sul capitale preso a prestito ;
- e, infine, il sistema di tassazione personale concretamente adottato per gli interessi, i dividendi e le plusvalenze maturate sul capitale azionario. Sono queste, invero, le forme più tradizionali (e quelle solitamente prese in considerazione nella letteratura) attraverso cui vengono remunerate le attività finanziarie emesse dall'impresa per le proprie necessità di finanziamento e attraverso cui, come vedremo fra breve, il sistema di tassazione personale può influire sulle decisioni di investimento delle imprese.

Deriva, da quanto appena detto, che ove si tenga conto delle

imposte, il rendimento lordo che deve essere ottenuto da una società di capitali sull'investimento marginale dipenderà (con alcune importanti specificazioni di cui diremo più avanti) non solo dal rendimento netto con cui la società deve remunerare il risparmiatore finale che ha offerto i fondi necessari a finanziare quell'investimento, ma anche dai molteplici aspetti del sistema tributario appena ricordati.

Molto semplicemente, se p indica il rendimento (sull'investimento marginale, per ipotesi di valore unitario) al lordo delle imposte ed r il rendimento netto che è richiesto dal risparmiatore, possiamo scrivere che:

$$(1) \quad p = p(r, t_s, t_o, t_i, t_p, \alpha, c, a, \dots)$$

ove abbiamo specificatamente riportato i più rilevanti parametri fiscali che concorrono a determinare il rendimento lordo p : l'aliquota t_s dell'imposta commisurata al reddito delle società; le aliquote t_o , t_i , t_p delle imposte personali commisurate, rispettivamente, agli interessi, alle plusvalenze e ai dividendi; la percentuale " α " degli interessi passivi per i quali è consentita la deducibilità dall'imponibile della società; la percentuale " c " dei crediti di imposta concessi sia in testa alla società sia, eventualmente, in testa ai soci; le quote di ammortamento " a " per le quali è consentita, dalla normativa tributaria, la deducibilità in sede di determinazione dell'imponibile delle società di capitali.

Una volta esplicitata la relazione esistente fra il rendimento lordo p e le variabili appena elencate è dunque possibile, per ogni valore prefissato di r ed attribuendo ai parametri fiscali i valori numerici desunti dalla legislazione,

calcolare il corrispondente valore di p . Quest'ultimo, per le ipotesi fatte, può essere interpretato come il rendimento minimo al lordo delle imposte che deve essere ottenuto da una società di capitali su un investimento addizionale per remunerare il risparmiatore che ha, in ultima istanza, finanziato quell'investimento con un rendimento, al netto di ogni imposta, pari ad r .

Ottenuto p e dato r è conveniente riassumere in un'unica sintetica misura tutte quelle norme del sistema tributario che, come si è detto commentando la (1), contribuiscono a determinare il rendimento lordo minimo richiesto da una società su un progetto di investimento.

Questa sintetica misura è denominata, come si è già anticipato, "aliquota effettiva di imposta" e può essere espressa nel modo che segue:

$$(2) \quad t = \frac{p - r}{p}$$

ove $p-r$ è il "cuneo di imposta", ovvero il divario introdotto dalla normativa tributaria di cui si è detto, fra il rendimento lordo (sull'investimento) e quello netto (sul risparmio) e misura il debito di imposta complessivo sui redditi derivanti dall'investimento marginale. L'"aliquota effettiva di imposta" t , ottenuta -come si nota dalla (2)- rapportando il "cuneo di imposta" al rendimento lordo, misura l'incidenza fiscale complessiva su questi redditi e non coinciderà, dunque (se non in alcuni casi polari), con alcuna delle aliquote legali desumibili dalla legislazione fiscale. Il segno della aliquota t potrà essere sia positivo, sia negativo, indicando, in quest'ultimo caso, l'esistenza di un sussidio agli investimenti

da parte dello stato.

Questo approccio, che abbiamo brevemente delineato, alla misurazione degli effetti incentivanti o disincentivanti indotti dalle imposte sulle decisioni delle imprese, nonostante l'apparente estrema semplicità, non è tuttavia esente da limiti intrinseci e da difficoltà concettuali. Inoltre, esiste notevole confusione, nella letteratura e nelle analisi empiriche, a questo proposito; come è stato recentemente sottolineato, "per la stima delle aliquote di imposta effettive è stata usata una ampia varietà di metodologie, con una altrettanto ampia varietà di risultati, ma questi studi spesso non specificano quali sono gli scopi per cui le stime fornite per dette aliquote effettive sono adeguate. Essi fanno riferimento ad "aliquote effettive di imposta" senza definire ulteriormente il termine. Ad altri è lasciato il compito di interpretare queste stime e di commettere errori nell'uso delle medesime"(Fullerton, 1984, p.23).

Per i motivi appena indicati e anche per rendere più chiaro il metodo di indagine che sarà adottato in questo lavoro, è dunque opportuno dedicare ancora un pò di attenzione a discutere il significato economico della espressione ricavata nella (2)^o.

Una prima precisazione riguarda il tipo di aliquota, calcolata, come si è detto, rapportando il "cuneo di imposta" al rendimento lordo p , ovvero commisurando detto "cuneo" ad una base imponibile al lordo dell'imposta medesima. Questo modo di esprimere una aliquota di imposta è sostanzialmente quello utilizzato nei sistemi tributari concretamente adottati per il calcolo delle imposte personali sul reddito. Alternativamente, come è noto, una aliquota può essere espressa commisurando il debito di imposta ad una base imponibile al netto dell'imposta (è

il caso, usualmente, delle imposte indirette sul valore aggiunto). Se così fosse si avrebbe, invece della (2),:

$$(3) \quad t' = \frac{p - r}{r}$$

ove, a parità di rendimenti, la relazione fra le due aliquote è:

$$(4) \quad t' = \frac{t}{(1 - t)}$$

che consente, dati i valori di t , di calcolare i corrispondenti valori di t' .

In secondo luogo va precisato che l'aliquota t , così come è stata definita nella (2), rappresenta una aliquota effettiva marginale di imposta.

E' una aliquota effettiva in quanto, come già detto, nel calcolo che la determina si tiene conto delle deduzioni concesse a fini di determinazione sia dell'imponibile sia del debito complessivo di imposta (nell'ipotesi, solitamente, che il reddito della società sia sufficientemente capiente da consentire di usufruire dei benefici che derivano da queste agevolazioni) ed è una aliquota marginale (valutata ex-ante) in quanto misura la percentuale di rendimento atteso sull'investimento marginale che ci si aspetta di dover pagare sotto forma di imposta.

La distinzione, in questa sede, fra una aliquota marginale ed una aliquota media (calcolata ex-post, sostanzialmente come rapporto fra il debito complessivo di imposta e il reddito lordo della società) non va sottovalutata.

Va ricordato, innanzi tutto, che detta aliquota media costituisce una misura dell'onere fiscale sugli utili derivanti da investimenti effettuati nel passato e non (come è, invece, il caso di una aliquota marginale valutata ex ante) sui rendimenti

attesi da un investimento addizionale. Se si ritiene che questi ultimi siano una variabile rilevante ai fini delle decisioni di accumulazione, sarà più appropriato servirsi, come misura sintetica del grado di incentivo o di disincentivo contenuto nelle norme del sistema tributario, di una aliquota effettiva marginale di imposta, piuttosto che di una aliquota media¹⁰.

La procedura di adottare quest'ultima come proxy della prima, d'altro canto, può rivelarsi, come è stato di recente efficacemente sottolineato (Fullerton, 1984), fuorviante: anche limitando l'attenzione alle sole imposte pagate dalla società (solitamente commisurate all'imponibile con una aliquota proporzionale), vi sono molti motivi -ad esempio connessi all'esistenza, nella legislazione tributaria, di norme che consentono ammortamenti accelerati e di forme di incentivo quali il credito di imposta agli investimenti- per cui una aliquota marginale di imposta può differire da una aliquota media.

Un'ultima importante precisazione deve ancora essere fatta. L'aliquota di imposta calcolata nella (2) è stata definita in modo tale da includere sia la tassazione del reddito in testa alla società, sia la tassazione personale dei redditi percepiti sulle attività finanziarie emesse dall'impresa. Di frequente, tuttavia, l'analisi degli effetti indotti dal sistema tributario sulle decisioni di investimento delle imprese è condotta tenendo conto solamente del cosiddetto "corporate tax wedge", ovvero del divario fra il rendimento lordo sull'investimento e quello al netto delle imposte sulla società, trascurando di considerare la tassazione dei dividendi, degli interessi e delle plusvalenze in testa al possessore dei titoli dell'impresa rappresentativi del capitale proprio e di quello di debito.

Questa procedura può essere criticata almeno sotto un

aspetto. E' possibile dimostrare, infatti, che limitare l'indagine al solo "cuneo di imposta" fra rendimenti lordi e netti in testa alla società -trascurando di considerare il ruolo potenzialmente esercitato dalle imposte personali nel processo decisionale che guida l'impresa a valutare i propri progetti di investimento- implica l'ipotesi (King, 1974, 1977; Auerbach, 1983a) che non esistano vincoli amministrativi o limiti interni all'impresa stessa per quanto riguarda il grado di leverage (ovvero il rapporto debiti/mezzi propri) e, più in generale, la politica finanziaria della società. Poichè in realtà ciò non accade e poichè i regimi tributari concretamente adottati (lo vedremo meglio nel prossimo capitolo) riservano solitamente un trattamento fiscale differenziato alle varie forme di finanziamento disponibili per l'impresa, ne deriva che anche le imposte personali potranno essere in grado di influenzare le decisioni di accumulazione, tramite l'effetto che esse esercitano sul "costo del capitale", ovvero sul "tasso di sconto che le imprese dovrebbero usare per valutare i progetti di investimento che trasformano gli inputs correnti in successivi outputs" (Auerbach, 1983a, p. 905).

Una aliquota effettiva calcolata sulla base del solo "cuneo" posto dal sistema tributario fra rendimenti lordi e netti in testa alla società costituirà allora una misura adeguata dell'incentivo ad investire solo nell'ipotesi, infondata, che fra decisioni reali e finanziarie delle imprese vi sia soluzione di continuità. Oppure, poichè è una misura indipendente dalle scelte di finanziamento dell'impresa, una aliquota di imposta calcolata sulla sola base del "cuneo" posto dal sistema tributario fra rendimenti lordi e netti in testa alla società può essere impiegata per valutare il grado di discriminazione eventualmente

indotto dal sistema tributario fra l'investimento in beni capitali di tipo diverso (ad esempio, in macchinari e impianti, da un lato ed edifici, dall'altro, in virtù di diversi regimi di ammortamento) o in settori diversi o, ancora, in aree territoriali differenti.

Ma ai fini di una completa valutazione degli effetti indotti dal sistema tributario sulle decisioni di investimento delle imprese e su quelle di risparmio delle famiglie (o, più precisamente, sulle decisioni da parte delle famiglie di indirizzare il proprio risparmio verso il settore societario) è più corretta l'adozione di una misura che tenga conto anche della diversa tassazione, in sede personale, dei redditi percepiti sulle attività finanziarie emesse dall'impresa.

Aliquote di questo tipo, il cui termine appropriato è "aliquote effettive marginali totali di imposta" ("marginal effective total tax rates") potranno essere calcolate non solo con riferimento a ipotetici progetti di investimento in diversi beni capitali o in diversi settori dell'attività economica, ma, anche, con riferimento alle differenti forme e ai diversi canali di finanziamento disponibili per le imprese". In questo senso sono in grado di misurare il divario indotto complessivamente dal sistema tributario fra il tasso di rendimento che guida le decisioni di investimento e quello sulla base del quale avvengono, invece, le decisioni di risparmio. In termini più tecnici si potrebbe dire che una aliquota effettiva marginale totale di imposta costituisce una misura delle distorsioni indotte dal sistema tributario nell'allocazione intertemporale delle risorse, in quanto evidenzia il "cuneo" posto dalle imposte fra il tasso marginale di trasformazione fra produzione presente e produzione futura, da un lato e il tasso marginale di

sostituzione fra consumo presente e consumo futuro, dall'altro.

Anche questa misura, tuttavia, non è esente da difficoltà interpretative. Nelle pagine che seguono accenneremo solo ad una di queste, la principale da un punto di vista concettuale.

Nel descrivere il modo attraverso cui le complesse norme presenti nel sistema tributario, che contribuiscono a far divergere il rendimento lordo (sull'investimento) da quello netto (sul risparmio), possono essere sintetizzate in un'unica "aliquota effettiva di imposta" abbiamo ipotizzato, per semplicità -cfr. la (1)- che, assieme ai valori esogeni relativi ai parametri fiscali fosse prefissato (al fine di pervenire al calcolo del rendimento lordo p) un rendimento r , al netto, anche, delle imposte personali.

Altre ipotesi, però, potrebbero essere fatte a questo proposito.

Ad esempio, per il calcolo del rendimento lordo p , che deve essere ottenuto dalla società per rendere conveniente l'attuazione di un progetto di investimento, potrebbe essere prefissato esogenamente, piuttosto che un rendimento al netto delle imposte personali, un tasso di interesse al lordo delle medesime (King, Fullerton, 1984) oppure un tasso determinato sui mercati internazionali (Boadway, Bruce, Mintz, 1984).

Inoltre, lo stesso rapporto di causalità fra il rendimento netto r e quello lordo p illustrato nella (1) potrebbe essere "rovesciato". In questo caso, una volta assegnati ai parametri fiscali i valori desunti dalla legislazione e prefissato esogenamente il rendimento lordo p , si calcolerebbe endogenamente il rendimento netto r . Quest'ultimo, potrebbe essere interpretato come il rendimento massimo, al netto di ogni tributo con cui può essere remunerato, date le norme presenti nella legislazione

fiscale, un ipotetico risparmiatore che offre alla società i fondi necessari per finanziare un investimento capace di produrre un rendimento lordo pari a p .

Ciò che importa sottolineare, a proposito delle ipotesi alternative di cui si è appena detto, è che ciascuna di esse implica un diverso giudizio sulle condizioni di equilibrio prevalenti sul mercato dei capitali e, conseguentemente, sull'incidenza delle imposte, soprattutto di quelle sui redditi delle attività finanziarie emesse dalle imprese. Per illustrare questo punto ricorreremo ad alcuni esempi polari.

Si supponga di volere calcolare il rendimento netto r (dati i valori dei parametri fiscali) prefissando un valore per p , il rendimento lordo ottenibile da una società su un progetto di investimento. In presenza di un sistema tributario che discrimina nella tassazione dei redditi delle attività finanziarie emesse dall'impresa i risultanti valori che si otterranno per i rendimenti netti r saranno diversi fra loro a seconda della particolare ipotesi fatta per quanto riguarda il finanziamento del progetto di investimento. L'ipotesi implicita, in questo tipo di ragionamento, è che l'onere delle imposte personali sui redditi da capitale percepiti per aver finanziato l'impresa resti a gravare sul risparmiatore che detiene i titoli dell'impresa stessa, ovvero sul soggetto che costituisce, solitamente, il contribuente di diritto. Dette imposte, dunque, ancorchè contribuiscano, per definizione, a determinare il cuneo complessivo posto dal sistema tributario fra il rendimento lordo sull'investimento e quello netto sui fondi prestati, non concorrerebbero, invece, se si adottasse questa procedura, a determinare il costo del finanziamento per l'impresa.

Viceversa, potrebbe ipotizzarsi che, sempre in presenza di

trattamenti fiscali differenziati delle attività finanziarie emesse dalle imprese per le proprie necessità di finanziamento, siano i rendimenti al netto delle imposte o, più precisamente, al netto dei differenziali di imposta a tendere a livellarsi. La possibilità che si instauri, sul mercato dei capitali, questa forma di equilibrio potrebbe essere spiegata sulla base della teoria tradizionale dell'incidenza delle imposte, secondo cui imposte speciali (ovvero ad aliquota non uniforme) tenderebbero, in assenza di vincoli all'arbitraggio, a trasferirsi o ad ammortizzarsi nel prezzo del titolo¹².

Non discuteremo i molteplici problemi connessi non solo alla definizione di un tale equilibrio, ma anche alla possibilità stessa che concretamente possa raggiungersi, soprattutto in presenza di investitori diversi, una qualche forma di equilibrio sul mercato mobiliare¹³. Solo allo scopo di illustrare alcune importanti implicazioni di ipotesi alternative che potrebbero essere fatte a questo proposito si considerino i seguenti casi.

Dati i valori assegnati ai parametri fiscali, il rendimento che viene prefissato esogenamente è al netto di qualsiasi imposta, sia in testa alla società, sia personale - è questo il modo in cui abbiamo ragionato presentando la (1). In questo caso, come si è già detto, il rendimento lordo p , calcolato sulla base del valore esogenamente prefissato per r , misurerà il rendimento minimo che dovrà essere ottenuto dalla società su un progetto di investimento al fine di potere assicurare al risparmiatore che ha finanziato, in ultima istanza, l'operazione, un rendimento, al netto di ogni tributo, pari ad r . Questo ragionamento implica evidentemente l'ipotesi, oltremodo forte, che ogni imposta, formalmente dovuta sia dalla società, sia dal possessore dei titoli emessi dall'impresa, contribuisca a determinare il costo

del finanziamento per l'impresa, ovvero che l'arbitraggio sul mercato mobiliare sia tale da annullare qualsiasi differenziale nella tassazione dei redditi delle attività finanziarie emesse dalle imprese, incluso quello derivante dalle diverse aliquote dell'imposta personale progressiva sul reddito (per quei titoli i cui rendimenti concorrono a determinare l'imponibile di detta imposta) rilevante per le diverse categorie di investitori. Viceversa, se si ipotizzasse che il sistema di arbitraggio fosse tale da realizzare un livellamento dei rendimenti al lordo delle imposte personali progressive sul reddito, i rendimenti netti r , ottenibili dai diversi investitori (soggetti a differenti aliquote dell'imposta personale) differirebbero: l'onere di queste imposte non sarebbe, di conseguenza, a totale carico della società.

Alcune osservazioni devono ancora essere fatte a conclusione delle brevi considerazioni appena svolte.

Innanzitutto va osservato che una discussione generale di questi temi è estremamente difficile: la particolare forma di equilibrio che potrebbe instaurarsi sul mercato dei capitali dipende strettamente dal sistema di tassazione adottato e dalle caratteristiche istituzionali dei mercati mobiliari nei diversi paesi. Ad esempio, nel caso italiano, ove esiste, per le famiglie, la possibilità di indirizzare, senza alcun vincolo, il risparmio verso forme di impiego esenti da imposta (i titoli del debito pubblico) e dove la gran parte dei redditi delle attività finanziarie è assoggettata, in sede personale, a tassazione cedolare sembrerebbe, in via di prima approssimazione, più aderente alla realtà l'ipotesi di una eventuale tendenza all'equilibrio dei rendimenti (a parità di rischio e altre condizioni in grado di giustificare differenziazioni nella

remunerazione delle diverse categorie di titoli) al netto delle imposte personali. Viceversa, una ipotesi di equilibrio dei rendimenti al lordo di queste ultime potrebbe essere più appropriata in quelle realtà (ad esempio i paesi anglosassoni) ove i redditi delle attività finanziarie sono di norma assoggettati alle imposte personali progressive sul reddito. Il processo di arbitraggio immaginato, in questo caso, sarebbe, come si è già detto, tale da annullare ogni differenza nei rendimenti netti ottenibili da diversi investitori sulle diverse categorie di titoli, ad esclusione di quelle imputabili alla presenza di diverse aliquote marginali dell'imposta personale progressiva sul reddito. Per un medesimo investitore, tuttavia, sarebbe uguale il rendimento netto (al netto, anche, dell'imposta personale) ottenibile su investimenti finanziari alternativi.

In secondo luogo occorre osservare che nulla vieta, data la difficoltà di pervenire a soluzioni univoche per problemi così complessi quali sono quelli di cui si sta discutendo, di effettuare i calcoli per le aliquote t sulla base di ipotesi alternative, confrontando poi i risultati ottenuti¹⁴.

Nell'ambito di questo lavoro ciò non sarà necessario. Infatti, dato l'obiettivo di concentrare l'attenzione sui soli effetti potenzialmente indotti sulle decisioni di risparmio e su quelle di investimento dai sistemi di tassazione adottati (sia in testa alla società, sia in sede personale) per i redditi delle attività finanziarie emesse dalle imprese per il finanziamento dei propri progetti di investimento, avremo prevalentemente a che fare, nei casi che tratteremo, con sistemi di tassazione di tipo proporzionale: date le aliquote legali e gli altri parametri desunti dalla legislazione fiscale, l'"aliquota effettiva di imposta" t sarà univocamente determinata,

indipendentemente dal fatto che si decida di fissare esogenamente il rendimento lordo p o quello al netto di ogni imposta r , o un qualunque altro tasso "intermedio" fra i due (ciò non accadrà solo in uno dei molteplici casi trattati in questo lavoro: quello, nel capitolo relativo al caso italiano, che ipotizza un finanziamento tramite i fondi comuni di investimento mobiliare).

Ci limiteremo pertanto, nelle pagine che seguono, ad adottare uno fra i tanti metodi possibili per il calcolo delle aliquote t : in modo di volta in volta più o meno esplicito fisseremo esogenamente un valore per il rendimento al netto di ogni imposta r . Dovrebbe risultare chiaro, da quanto detto fino ad ora, che il risultante valore per il rendimento lordo p misurerà il costo del finanziamento per la società nell'ipotesi, decisamente "forte", che su questa ricada interamente l'onere di tutte le imposte che concorrono a determinare il cuneo tra il rendimento lordo sull'investimento e quello netto sul risparmio.

1.2 Incidenza fiscale complessiva sui redditi derivanti da un investimento finanziato alternativamente con indebitamento o con capitale proprio.

In questa parte del lavoro verrà descritto, per diverse ipotesi di finanziamento degli investimenti (indebitamento, autofinanziamento ed aumento del capitale sociale con nuove emissioni) nonché per diversi sistemi di tassazione delle società di capitali (sistema classico, del credito di imposta e di totale integrazione) quale è quel rendimento minimo che, al lordo delle imposte (e al netto dell'ammortamento), deve essere ottenuto da una società di capitali su un progetto di investimento per potere remunerare un ipotetico risparmiatore-persona fisica con un rendimento, al netto di ogni imposta, pari ad r . Sulla base del valore prefissato per r e di quello endogenamente calcolato per p è possibile, utilizzando la procedura descritta nel paragrafo precedente, disporre di una misura dell'incidenza fiscale complessiva sui redditi derivanti dall'investimento e percepiti dall'ipotetico risparmiatore sotto forma di interessi, dividendi e plusvalenze.

A costo di qualche ripetizione riteniamo opportuno richiamare ancora brevemente l'attenzione del lettore su alcune ipotesi sottostanti l'analisi che segue.

Al fine di isolare i soli effetti indotti dal sistema tributario sulle decisioni di investimento, per il tramite delle scelte finanziarie delle imprese, si ipotizzerà che non esistano incentivi agli investimenti e che l'ammortamento concesso a fini fiscali sia di tipo economico. Date queste ipotesi, il costo effettivo, per l'impresa, di un investimento di valore unitario sarà pari ad 1, ovvero non divergerà dal prezzo di mercato; inoltre, sarà solo il rendimento p , al lordo delle imposte, ma al netto dell'ammortamento economico, a concorrere a determinare la

base imponibile dell'imposta sulle società e, successivamente (sotto forma di interessi, dividendi e plusvalenze) delle imposte personali.

Il rendimento p potrà dunque essere interpretato come una misura del costo del capitale per l'impresa nelle seguenti ipotesi: (a) che non siano previsti dal sistema tributario ammortamenti accelerati o anticipati, nonché altre forme di incentivo agli investimenti; (b) che l'equilibrio sul mercato dei capitali sia tale da livellare i rendimenti al netto di ogni imposta. Quest'ultima ipotesi -che, come si è detto al termine del paragrafo precedente, dovrebbe essere oggetto di più attenta discussione- non è tuttavia cruciale ai fini di questa analisi, con cui si vuole unicamente sintetizzare, in un'unico "indice" (l'aliquota di imposta t), l'incidenza fiscale complessiva sui redditi provenienti da un investimento finanziato con indebitamento o capitale proprio, senza specificare se -e se si in che misura- l'onere effettivo delle imposte considerate ricada sulla società o, invece, sul sottoscrittore dei titoli emessi dalla società medesima.

1.2.1 Finanziamento con capitale di debito.

Nel primo dei casi che tratteremo si ipotizzerà che la società finanzi il proprio progetto di investimento con emissione di titoli rappresentativi del capitale di debito (ad esempio, obbligazioni). Al fine di poter remunerare l'ipotetico risparmiatore-persona fisica che sottoscrive detti titoli con un rendimento, al netto di ogni imposta, pari ad r , la società

dovrà guadagnare sul progetto di investimento un rendimento lordo p_B almeno pari a:

$$(5) \quad p_B = \frac{r (1 - \alpha t_s)}{(1 - t_s)(1 - t_o)}$$

ove, si ricorda:

- t_s è l'aliquota legale dell'imposta commisurata al reddito della società e t_o è quella dell'imposta personale sugli interessi percepiti dal detentore dei titoli di credito dell'impresa;

- α è un coefficiente che indica la quota di interessi passivi per i quali è consentita la deducibilità a fini fiscali dall'imponibile della società; questo coefficiente può assumere due valori estremi, pari rispettivamente ad 1 e a 0, a seconda che gli interessi passivi siano integralmente deducibili ($\alpha = 1$) o, viceversa, integralmente non deducibili ($\alpha = 0$) dalla base imponibile dell'imposta sulle società.

La differenza fra il rendimento lordo p_B e quello netto r misura il "cuneo di imposta" sulla base del quale è possibile calcolare, secondo la procedura descritta nel paragrafo precedente, l'incidenza fiscale complessiva t_B sui redditi derivanti da un investimento finanziato con capitale di prestito. Quest'ultima sarà pari a:

$$(6) \quad t_B = \frac{p_B - r}{p_B} = \frac{t_s + t_o(1 - t_s) - \alpha t_s}{(1 - \alpha t_s)}$$

che si riduce a:

$$(7) \quad t_b = t_o$$

nel caso di completa deducibilità degli interessi passivi dall'imponibile dell'imposta sulle società (ovvero per $\alpha=1$) e a:

$$(8) \quad t_b = t_s + t_o(1-t_s)$$

nel caso opposto di completa non deducibilità, a fini fiscali, degli interessi passivi ($\alpha=0$).

Le espressioni appena ricavate si prestano a molteplici considerazioni.

Consideriamo innanzitutto il solo cuneo posto dal sistema tributario in testa alla società di capitali, ovvero trascuriamo, per un momento, ponendo $t_o = 0$, le imposte personali dovute sugli interessi corrisposti dall'impresa al titolare dei propri titoli di credito. La (5) e la (6) mostrano che per $\alpha=1$, cioè nel caso in cui la legislazione fiscale consenta una completa deducibilità degli interessi passivi dall'imponibile della società (e nell'ipotesi che quest'ultima abbia utili sufficienti per effettuare detta detrazione), il costo del capitale p_b coincide con il rendimento r , ovvero non vi è alcun "cuneo di imposta" fra rendimenti lordi e netti in testa alla società. Il risultato è ben noto nella letteratura (Stiglitz, 1973; King, 1974; King, 1975): se il sistema tributario prevede l'ammortamento di tipo economico e consente al contempo la piena deducibilità degli interessi passivi dalla base imponibile dell'imposta sulle società, il costo del capitale, nell'ipotesi (invero non sempre

esplicitata nella letteratura) di finanziamento con indebitamento, coincide con il tasso di interesse di mercato (nel nostro caso, con il rendimento r al lordo delle imposte personali). L'imposta sulle società, poichè non influisce sul tasso di sconto che deve essere utilizzato dall'impresa per valutare i propri progetti di investimento, è ritenuta "neutrale", ovvero ininfluenta sulle decisioni di investimento delle imprese. Viceversa, se non è consentita la deducibilità degli interessi passivi -cfr. la (8)- l'aliquota dell'imposta sulle società determina un "cuneo" tra il tasso di interesse di mercato (al lordo delle imposte personali) e il rendimento ottenibile dalla società su un investimento addizionale; in questo caso, la tassazione delle società di capitali ha l'effetto di innalzare il rendimento minimo che deve essere ottenuto dalla società sui propri progetti di investimento, rendendo non conveniente l'attuazione di progetti che, in assenza di imposte, lo sarebbero.

Ai fini di calcolare il "cuneo" complessivamente posto dal sistema tributario fra il rendimento lordo p_s sull'investimento e quello netto r con cui può essere remunerato il risparmiatore finale che ha offerto all'impresa (tramite la sottoscrizione di titoli rappresentativi del capitale di prestito) i fondi necessari al finanziamento dell'investimento occorre tuttavia tenere conto, come si è più volte detto, non solo della tassazione in testa alla società, ma anche di quella in sede personale. In questo caso, come è illustrato dalla (7) e dalla (8), si avrà che:

- l'incidenza fiscale complessiva sui redditi provenienti da un investimento finanziato con indebitamento sarà determinata dalla sola aliquota dell'imposta personale sugli interessi t_o ,

nel caso in cui il sistema tributario consenta la totale deducibilità degli interessi passivi dalla base imponibile dell'imposta sulle società;

- viceversa, nell'ipotesi in cui alla società non sia consentito dedurre dal proprio imponibile gli interessi corrisposti sul capitale preso a prestito, a detta aliquota dell'imposta personale sugli interessi t_o occorrerà aggiungere, per calcolare l'incidenza fiscale complessiva su questi redditi da capitale, anche l'aliquota dell'imposta sulle società t_s .

Ad esempio, si ipotizzi che t_s sia uguale al 50%, t_o sia pari al 25% e che la società, per poter collocare sul mercato i propri titoli di credito, debba corrispondere al sottoscrittore di detti titoli un rendimento netto pari al 5%. In questo caso, il costo del finanziamento per la società (ovvero il rendimento minimo p_s che la società dovrà ottenere sul progetto di investimento) oscillerà fra un valore minimo del 6.7% ed uno massimo del 13.3%, a seconda che la normativa tributaria preveda una totale deducibilità o, alternativamente, una completa non deducibilità degli interessi passivi dalla base imponibile dell'imposta sulla società. L'incidenza fiscale complessiva, in percentuale del rendimento lordo, sarà pari, rispettivamente per ognuno dei due casi polari appena individuati, al 25% e al 62.5%.

1.2.2 Finanziamento con capitale di rischio: sistema di tassazione classico.

Si definisce sistema "classico", nella letteratura, quello in cui gli utili sono assoggettati a tassazione una prima volta in testa alla società (con aliquota t_s indipendentemente dal fatto che gli utili siano o meno distribuiti) ed una seconda volta (nella misura in cui sono distribuiti) in testa al socio, con una aliquota che denomineremo t_p .

Tenendo presente, inoltre, l'eventualità che la quota di utili trattenuti e reinvestiti nell'impresa generi, per un pari ammontare, plusvalenze tassate con l'aliquota t_s dell'imposta sui guadagni di capitale, le conclusioni cosiddette "classiche" o "tradizionali" raggiunte dalla letteratura (questa denominazione è usata, ad esempio, da Auerbach, 1983a; Poterba, Summers, 1983) descrivono nel modo che segue il costo di un finanziamento con capitale azionario p_A , in presenza delle imposte personali:

$$(9) \quad p_A = \frac{r}{(1 - t_s)[1 - t_p d - t_s (1 - d)]}$$

da cui si nota come la quota d di utili distribuiti sia assoggettata, oltre all'imposta sulle società, anche a quella personale, ad aliquota t_p , mentre la quota $(1-d)$ di utili trattenuti dalla società sconta, oltre alla medesima imposta sulle società anche quella ad aliquota t_s sulle plusvalenze.

Prima di commentare in maggiore dettaglio il significato della (9) alcune importanti precisazioni (valide anche per le espressioni del costo di un finanziamento con capitale proprio che verranno presentate nei paragrafi successivi) devono essere fatte a proposito del significato da attribuire alle aliquote t_p e t_s contenute nella espressione relativa al costo di un

finanziamento con capitale proprio appena riportata.

Poichè i sistemi tributari concretamente adottati assoggettano solitamente (lo vedremo meglio nel prossimo capitolo) i dividendi alle imposte personali progressive sul reddito, si è soliti ipotizzare, in questo tipo di analisi, che t , rappresenti una media delle aliquote marginali dei vari azionisti ponderata con il peso che i diversi gruppi di azionisti hanno lungo la scala delle aliquote marginali di imposta.

Dovrebbe essere chiaro, alla luce della discussione svolta nel paragrafo precedente che questa procedura, di identificare t , con una media delle aliquote marginali dell'imposta personale progressiva sul reddito, può ritenersi corretta se l'obiettivo dell'analisi è quello di calcolare una aliquota effettiva marginale di imposta, ovvero una aliquota che esprima l'incremento nel debito di imposta che ci si attende in seguito ad un incremento nel reddito percepito. La medesima procedura, tuttavia, di considerare t , una aliquota marginale, è sovente utilizzata nel calcolo di aliquote medie di imposta; in questo caso, l'ipotesi implicita è che il reddito percepito sotto forma di dividendi "venga dopo" quello proveniente da altre fonti (questa precisazione è sottolineata da Fullerton, 1984).

Per quanto riguarda l'aliquota t , va osservato, invece, che detta aliquota rappresenta, nella (9), una aliquota effettiva di imposta sulle plusvalenze maturate. Poichè, come è noto (e come vedremo estesamente nel capitolo successivo) i guadagni in conto capitale, nei sistemi che ne prevedono la tassazione, costituiscono solitamente presupposto dell'imposta solo se realizzati, l'aliquota effettiva t , commisurata alle plusvalenze maturate, sarà inferiore (dati i vantaggi connessi al differimento, al momento della realizzazione, del pagamento del

debito di imposta) alla corrispondente aliquota stabilita dalla normativa tributaria. Più precisamente, t , si scosterà dalla aliquota legale, fino ad annullarsi, tanto più quanto più è lungo il periodo che intercorre tra il momento in cui la plusvalenza matura e quello in cui la plusvalenza medesima viene realizzata (tanto più lungo è questo periodo, infatti, tanto maggiore è il vantaggio connesso al differimento nel pagamento dell'imposta)¹⁵.

Ne deriva che, anche qualora il sistema tributario prevedesse l'inclusione delle plusvalenze realizzate sul capitale azionario nella base imponibile dell'imposta personale progressiva sul reddito (vedremo, in realtà, nel prossimo capitolo, che alle plusvalenze realizzate è solitamente riservato un trattamento fiscale molto più favorevole di quello appena indicato), l'incidenza "effettiva" sulle plusvalenze maturate sarebbe comunque inferiore (dati i vantaggi connessi al differimento nel pagamento dell'imposta) rispetto a quella commisurata agli utili distribuiti dalla società, inclusi nella base imponibile della imposta personale progressiva sul reddito.

Un sistema del tipo di quello appena descritto comporta dunque un vantaggio, per l'azionista, a percepire gli utili sotto forma di plusvalenze, piuttosto che di dividendi, ovvero disincentiva fortemente la distribuzione degli utili da parte della società.

Si consideri il seguente esempio. L'aliquota legale dell'imposta sulla società t_s è pari al 50%, quella personale sul reddito t_p è il 30% e l'aliquota effettiva t_e sulle plusvalenze maturate è il 10%. Per potere garantire un rendimento netto r pari al 5% all'azionista che detiene i titoli della società, quest'ultima dovrà ottenere un rendimento lordo p pari

al 14.3% nel caso in cui tutti gli utili siano distribuiti sotto forma di dividendi (cioè per $d = 1$); pari al 12.5% se solo la metà degli utili è distribuita mentre la rimanente metà è accantonata e reinvestita ($d = 0.5$) e, ancora, pari all'11.1% nel caso in cui gli utili siano interamente trattenuti ($d = 0$).

L'esempio appena illustrato mostra come il costo del capitale proprio si riduca al ridursi del tasso di pay-out (ovvero del tasso di distribuzione degli utili): ne deriva che una società che abbia come obiettivo la massimizzazione dei profitti (obiettivo che comporta, a sua volta, quello della minimizzazione del costo del capitale) non dovrebbe mai, in questo sistema di tassazione delle società di capitali, distribuire dividendi.

Molte argomentazioni sono avanzate, nella letteratura, nel tentativo di spiegare la politica dei dividendi concretamente attuata dalle imprese, politica che è conflittuale, nei paesi che adottano un sistema di tassazione del tipo classico (gli Stati Uniti, fra i principali), con le conclusioni che possono essere tratte dalla espressione (9), appena commentata¹⁶.

Tra queste argomentazioni vi è, ad esempio, quella secondo cui i dividendi costituirebbero un "segnale", che non potrebbe essere fornito in modo meno "costoso" agli azionisti, dello stato di "salute finanziaria" della società. Ma vi è anche una spiegazione, alla politica concretamente seguita dalle imprese nella distribuzione degli utili, che mette fortemente in discussione la (9) come espressione del costo del capitale azionario.

Secondo quella che è stata denominata, nella letteratura, "new view" sul costo di un finanziamento con capitale azionario¹⁷, quest'ultimo "in presenza di imposte

personali non dipende direttamente nè dal tasso di distribuzione degli utili, nè dall'imposta sui dividendi" (Auerbach, 1979, p.).

In annotazione algebrica, si avrà dunque, secondo questa "nuova visione", che, indipendentemente dalla circostanza che la società decida di distribuire o di accantonare gli utili, il costo di un finanziamento con capitale proprio sarà dato da:

$$(10) \quad p'_A = \frac{r}{(1 - t_s)(1 - t_g)}$$

che mostra come contribuisce a determinare questo costo la sola imposta sulle plusvalenze maturate, ad aliquota t_s , (oltre, ovviamente, a quella, ad aliquota t_g , dovuta in testa alla società), ma non quella sui dividendi, anche nell'ipotesi in cui gli utili derivanti dall'investimento finanziato con capitale proprio fossero distribuiti. Per tornare all'esempio di cui si è detto commentando la (9), ovvero ipotizzando che l'aliquota legale dell'imposta sulle società sia pari al 50% e quella personale sulle plusvalenze maturate ammonti al 10%, il costo di un finanziamento con capitale proprio sarebbe, secondo questa "nuova visione" degli effetti della tassazione sulla società e sui propri azionisti, pari all'11.1%, indipendentemente dalla politica adottata dall'impresa per quanto concerne il tasso di distribuzione degli utili.

Ciò che vale la pena notare, ai nostri fini, a proposito delle due opposte visioni appena descritte sul costo di un finanziamento con capitale proprio, è che:

- esse implicano una diversa ipotesi sulla incidenza dell'imposta sui dividendi o, meglio, sull'incidenza del

differenziale fra questa imposta e quella sulle plusvalenze. Secondo la "new view" questo differenziale sarebbe capitalizzato o, più propriamente, ammortizzato in un minore valore di mercato delle azioni: il soggetto inciso dall'imposta sui dividendi sarebbe colui che possedeva le azioni al momento della introduzione di detta imposta¹⁸;

- è implicita, nella (10), l'ipotesi che la fonte di finanziamento marginale per l'impresa sia costituita da utili accantonati e non da aumento del capitale sociale con nuove emissioni¹⁹. In questo caso, invero, altre argomentazioni possono essere avanzate per mostrare come il costo di un finanziamento con capitale proprio (o, più propriamente, con autofinanziamento) sia indipendente dall'imposta sui dividendi, anche qualora i rendimenti derivanti dall'investimento finanziato con utili accantonati fossero distribuiti sotto forma di dividendi.

Si consideri il seguente esempio, in cui per semplicità prescindiamo dall'esistenza di una imposta sulle plusvalenze.

La società dispone, al netto delle imposte, di 100 lire di utili e deve decidere se accantonare e reinvestire detti utili, oppure distribuirli. Il reinvestimento degli utili avrà, per l'azionista, un costo-opportunità pari a $100(1 - t_p)$, ovvero, nell'ipotesi di una aliquota marginale dell'imposta personale pari al 30%, pari a 70 lire. Infatti, se la società distribuisse quegli utili l'azionista potrebbe disporre di un ammontare pari solo a 70 lire, da destinare eventualmente ad un investimento alternativo a quello nella società. La "rinuncia", da parte degli azionisti, che ammonta, come si è detto, a 70 lire, consente tuttavia un investimento, attraverso la società, di 100 lire; se la società, invece di distribuire, accantona e reinveste

gli utili, su questi non grava, infatti, l'imposta personale ad aliquota t_p .

Supponiamo, ora, che l'investimento, effettuato tramite autofinanziamento, sia in grado di produrre un utile, al netto dell'imposta sulle società, di 10 lire annue, ovvero del 10%. Quando l'utile è distribuito agli azionisti, è assoggettato all'imposta personale e dunque, ipotizzando che l'aliquota di detta imposta rimanga immutata nel tempo (anche questa è, in modo più o meno esplicito, una ipotesi adottata di frequente nella letteratura), l'utile netto, per l'azionista, ammonterà a 7 lire. In percentuale del "costo effettivo", per l'azionista, di quell'investimento (70 lire) il rendimento percentuale netto ammonta, tuttavia, al 10%.

Si può dunque concludere, sulla base dell'esempio appena riportato, che l'imposta sui dividendi non concorre, nell'ipotesi di finanziamento degli investimenti con utili accantonati, a determinare alcun "cuneo" fra il rendimento sull'investimento effettuato dalla società (10%, al netto delle imposte sulle società) e quello netto sul risparmio (pure uguale al 10%).

In questo senso "l'imposta sui dividendi è analoga ad una imposta sulla spesa, in quanto consente l'esenzione del risparmio effettuato dalla società, mentre tassa il prelievo degli utili. Il saggio di rendimento al netto delle imposte non è influenzato dal livello dell'imposta sui dividendi. Dunque, l'effetto netto di tale imposta sui nuovi investimenti finanziati con utili trattenuti presso la società è nullo" (Auerbach, 1983b, p.487). O, detto altrimenti, "gli utili trattenuti costituiscono una fonte di finanziamento interno all'impresa e dunque già soggetta alla "trappola" dell'imposta sugli utili distribuiti" (Edward,

Keen, 1984, p. 213). Diverso è il caso di un investimento finanziato con emissione di nuove azioni: in questa circostanza, il costo-opportunità per l'azionista di un investimento di 100 lire effettuato dalla società e finanziato tramite aumento del capitale sociale con nuove emissioni è pari a 100 lire. Ipotizzando un rendimento, in testa alla società uguale al caso di finanziamento con utili trattenuti (10 lire annue, al netto delle imposte sulla società medesima), l'utile netto, per l'azionista, sarà pari a 7 lire; in questo caso, a fronte di un rendimento sull'investimento del 10%, il rendimento netto, per il sottoscrittore del nuovo capitale sociale, sarà pari solo al 7%: l'imposta sui dividendi concorre a determinare il "cuneo" posto dal sistema tributario fra il rendimento lordo sull'investimento e quello netto sul risparmio.

E' opportuno, a questo punto, riepilogare le considerazioni svolte fino ad ora e precisare quanto segue.

Il tentativo di sintetizzare il costo di un finanziamento con capitale azionario in una unica espressione, che comprenda, oltre all'aliquota legale dell'imposta sulle società, sia quella personale sui dividendi, sia quella personale sulle plusvalenze, rispettivamente ponderate per il tasso di distribuzione o accantonamento degli utili, così come viene fatto nella (9) può non essere esente da critiche. Infatti, nell'ipotesi di finanziamento degli investimenti tramite utili trattenuti le sole imposte che concorrono a determinare un divario fra il rendimento lordo sull'investimento e quello netto sul risparmio sono: (a) quella, ad aliquota t_s , dell'imposta sulle società e (b) quella, ad aliquota t_g , eventualmente dovuta, nei sistemi tributari che ne prevedono la tassazione, sulle plusvalenze maturate in seguito all'accantonamento e al reinvestimento degli

utili. L'espressione sulla base della quale calcolare dunque il "cuneo di imposta" fra il rendimento lordo su un investimento e quello netto sul risparmio è, nel caso di finanziamento con utili accantonati presso la società, la (10), che per comodità, riscriviamo, specificando, con il deponente p_{AU} che questa espressione, relativa al costo di un finanziamento con capitale azionario, è appropriata unicamente nel caso di autofinanziamento da parte di una società di capitali:

$$(10) \quad p_{AU} = \frac{r}{(1 - t_s)(1 - t_g)}$$

L'incidenza fiscale complessiva sui redditi derivanti dall'investimento finanziato nella forma appena precisata è data da:

$$(11) \quad t_{AU} = \frac{p_{AU} - r}{p_{AU}} = t_s + t_g(1 - t_s)$$

indipendentemente dalla circostanza che gli utili derivanti dall'investimento siano o meno distribuiti ai possessori dei titoli azionari della società.

Viceversa, nell'ipotesi di finanziamento con emissione di titoli azionari, il rendimento lordo che deve essere ottenuto dalla società per potere remunerare il sottoscrittore delle nuove azioni emesse dall'impresa con un rendimento netto pari ad r dipende dal sistema di tassazione concretamente adottato per i dividendi. Se quest'ultimo è del tipo denominato "classico" -ovvero se i dividendi sono tassati una prima volta, con aliquota t_s , in testa alla società ed una seconda volta, con aliquota t_g , in testa al socio percettore degli utili- detto

rendimento, che indicheremo con p_{NA}^i è calcolabile sulla base della seguente espressione:

$$(12) \quad p_{NA}^i = \frac{r}{(1 - t_s)(1 - t_p)}$$

da cui è possibile derivare t_{NA}^i , ovvero il "cuneo di imposta" per unità di rendimento lordo:

$$(13) \quad t_{NA}^i = t_s + t_p(1 - t_s)$$

A titolo di esempio, assegnando alle aliquote legali i seguenti valori: $t_s = 50\%$, $t_g = 10\%$ e $t_p = 30\%$, si ottiene, dalle espressioni (10)-(13), che, per potere remunerare un ipotetico azionista-persona fisica con un rendimento netto pari al 5% -uguale a quello che il medesimo risparmiatore potrebbe ottenere investendo i propri fondi in una attività finanziaria alternativa-, il rendimento minimo che deve essere ottenuto dalla società su un progetto di investimento è pari: (a) all'11.1%, nell'ipotesi di finanziamento dell'investimento con utili accantonati presso la società e (b) al 14.3%, nell'ipotesi di finanziamento con emissione di nuovi titoli azionari. Il corrispondente "cuneo di imposta" ammonta al 55% del rendimento lordo, nell'ipotesi di autofinanziamento e al 65% di detto rendimento, nell'ipotesi di emissione di nuove azioni.

1.2.3 Finanziamento con capitale di rischio: sistemi di parziale integrazione (credito di imposta parziale e totale sui dividendi).

I sistemi di tassazione delle società di capitali denominati, nella letteratura, di "parziale integrazione" hanno in comune l'obiettivo di attenuare o di eliminare completamente la cosiddetta doppia tassazione degli utili distribuiti prevista dal sistema di tassazione classico.

Questi sistemi possono essere, di vario tipo; ci limitiamo a ricordare, fra i principali:

- quello che prevede la deducibilità (parziale o integrale) dei dividendi dalla base imponibile dell'imposta sulle società e consente dunque l'attenuazione o l'eliminazione della doppia tassazione degli utili distribuiti in testa alla società piuttosto che in testa all'azionista;

- il sistema denominato della "doppia aliquota", che tassa in modo differenziato, sempre in testa alla società, gli utili accantonati e quelli distribuiti (i secondi, ovviamente, con una aliquota inferiore rispetto ai primi);

- infine, quello noto come sistema di "imputazione" o del "credito di imposta", che concede agli azionisti, in proporzione agli utili distribuiti, un credito tale da compensare, parzialmente o integralmente, l'imposta già pagata in testa alla società.

Essendo i tre sistemi di tassazione ora elencati sostanzialmente simili nei loro effetti, ma essendo il metodo del credito di imposta (o di imputazione) quello più comunemente adottato (soprattutto fra i paesi europei, Italia compresa), sarà quest'ultimo l'unico metodo di integrazione parziale a cui si farà riferimento nell'analisi che segue.

Inoltre, prima di procedere in detta analisi, è opportuno

precisare che le espressioni che deriveremo, nelle pagine che seguono, per il costo di un finanziamento con capitale azionario riguardano unicamente il caso di aumento del capitale sociale con nuove emissioni. I temi discussi nel paragrafo precedente dovrebbero infatti avere reso chiaro che è solo in questa particolare ipotesi di finanziamento degli investimenti che diviene importante esplicitare il sistema di tassazione concretamente adottato per i dividendi. Detto altrimenti, anche per quei paesi i cui sistemi tributari prevedono forme parziali di integrazione (sui soli utili distribuiti) fra le imposte pagate dalla società e quelle dovute dal socio, il costo di un finanziamento con utili accantonati e reinvestiti dall'impresa è il medesimo di quello già descritto trattando il sistema di tassazione classico -cfr. la (10). Ciò che si modifica, in modo anche radicale, è, come ora vedremo, il "cuneo" posto fra rendimenti lordi (sull'investimento) e netti (sul risparmio) nell'ipotesi di finanziamento degli investimenti con emissione di nuovi titoli azionari.

Il meccanismo del credito di imposta consente, come è noto, al socio percettore degli utili di dedurre (in sede di tassazione personale) dal proprio debito di imposta una certa percentuale -che indicheremo con il rapporto $s/(1-s)$ - degli utili percepiti, a titolo di credito di imposta. I dividendi, al lordo del credito, concorrono a formare la base imponibile dell'imposta personale sul reddito dell'azionista (nell'ipotesi, si ricorda, che questo sia una persona fisica) e sono dunque tassati in base all'aliquota t_p .

Il parametro s , da cui dipende la misura del credito di imposta è denominato "tasso di imputazione": la legislazione fiscale può alternativamente fissare il valore di s (ciò accade,

come vedremo, nel Regno Unito) o la percentuale del credito di imposta $s/(1-s)$ (è il caso, ad esempio, dell'Italia).

Se il tasso di imputazione s coincide con l'aliquota legale dell'imposta commisurata al reddito della società, il meccanismo descritto consente la totale compensazione, in testa al socio, dell'imposta pagata dalla società.

Dopo avere ricordato le principali caratteristiche del sistema del credito di imposta, sarà più immediato comprendere le espressioni che illustrano, sia per il caso del credito (o imputazione) parziale, sia per quello di imputazione totale il costo di un finanziamento con emissione di nuovo capitale azionario e l'aliquota effettiva di imposta, calcolata, nel modo ormai usuale, ovvero, date le aliquote legali e gli altri parametri desunti dalla legislazione, come differenza fra rendimenti lordi (sull'investimento) e netti (a favore del risparmio), in percentuale dei primi. Detto costo e la corrispondente aliquota effettiva di imposta possono essere così rispettivamente espressi:

$$(14) \quad p_{NA}^2 = \frac{r}{(1 - t_s) - (t_p - s)(1 - t_s)/(1 - s)}$$

$$(15) \quad t_{NA}^2 = \frac{p_{NA}^2 - r}{p_{NA}^2} = t_s + (t_p - s) \frac{(1 - t_s)}{(1 - s)}$$

nel caso del credito parziale (ovvero per $s < t_s$) e:

$$(16) \quad p_{NA}^3 = \frac{r}{(1 - t_p)}$$

$$(17) \quad t_{NA}^3 = \frac{p_{NA}^3 - r}{p_{NA}^3} = t_p$$

nel caso del credito totale di imposta (cioè per $s = t_p$).

Dalle espressioni appena illustrate si nota, infatti, che:

- nel caso del credito parziale, gli utili distribuiti, al netto dell'imposta sulle società, ma al lordo di quella parte di detta imposta che si desidera "integrare" con quella personale -ovvero rapportati ad $(1 - s)$ - sono tassati unicamente in base alla differenza fra l'aliquota marginale t_p dell'imposta dovuta dal socio percettore degli utili e il tasso di imputazione s ;

- nel caso del credito totale, il meccanismo previsto (che pone $s = t_p$) è tale da annullare completamente, sugli utili distribuiti l'imposta pagata dalla società; il cuneo fiscale fra rendimenti lordi (sull'investimento) e netti (sul risparmio) è determinato dalla sola aliquota legale dell'imposta personale progressiva sul reddito ad aliquota t_p . Come è noto, infatti, questo particolare sistema di tassazione delle società di capitali riduce l'imposizione sulla società ad una ritenuta a titolo definitivo sui soli utili trattenuti.

Per illustrare in modo più concreto la differenza nel costo di un finanziamento con emissione di titoli azionari imputabile ai diversi sistemi di tassazione delle società di capitali descritti fino a questo momento (sistema classico, di imputazione parziale e del credito totale) può essere utile un semplice esempio numerico.

Come si ricorderà, assegnando a t_s un ipotetico valore del 50% e a t_p un altrettanto ipotetico valore del 30% si era

concluso, nel caso di un sistema di tassazione del tipo classico, che la società avrebbe dovuto guadagnare, su un investimento finanziato con nuovo capitale azionario, un rendimento almeno pari al 14.3%, al fine di poter remunerare l'azionista con un rendimento netto pari al 5%. L'incidenza fiscale complessiva, per unità di rendimento lordo, era pari al 65%.

Per i medesimi valori delle aliquote di imposta, il costo di un finanziamento con emissione di titoli azionari è notevolmente più basso se il sistema tributario prevede un sistema di credito totale di imposta sui dividendi: è sufficiente che la società guadagni, sul progetto di investimento, un rendimento lordo del 7.1% affinché l'azionista possa godere di una remunerazione netta, sul capitale investito del 5%; il "cuneo di imposta", determinato dalle sole imposte personali, è pari al 30% del rendimento lordo.

In una posizione intermedia, rispetto ai due casi ora descritti, si colloca il sistema di integrazione parziale, che tenderà, nei suoi effetti, ad assomigliare al sistema classico tanto di più quanto più basso è il valore indicato dalla normativa tributaria per il tasso di imputazione s - o per il credito di imposta $s/(1 - s)$ - o, alternativamente, a quello del credito totale, tanto di più quanto più il tasso di imputazione s si avvicina al valore designato dalla normativa tributaria per l'aliquota t_s dell'imposta sulle società. Per un valore del tasso di imputazione pari alla metà di detta aliquota (nel nostro esempio, pari al 25%), a cui corrisponde un valore del credito di imposta uguale a $1/3$ degli utili distribuiti, il costo per la società di corrispondere al risparmiatore che ha sottoscritto i titoli azionari una remunerazione netta del 5% è pari al 10.7%; l'incidenza fiscale complessiva ammonta al 53.3%.

1.2.4 Finanziamento con capitale di rischio: sistema di totale integrazione.

Mentre i sistemi di tassazione descritti nel paragrafo precedente consentono di attenuare o eliminare la tassazione in testa alla società unicamente nell'ipotesi in cui gli utili siano distribuiti agli azionisti, il sistema di tassazione delle società di capitali denominato di "totale integrazione" o anche, come si è già detto, sistema "Carter", abolisce di fatto ogni forma di imposizione separata delle società di capitali. Quest'ultima verrebbe, infatti, ad assumere la natura di mera ritenuta di acconto delle imposte dovute dai soci.

Detto in modo più esplicito, secondo questa forma di tassazione, tutti gli utili prodotti dalla società, indipendentemente dalla ripartizione degli stessi in accantonamenti o dividendi, sarebbero imputati in testa ai singoli soci (gli utili trattenuti in base alle rispettive quote di partecipazione) e verrebbero dunque tassati con l'aliquota dell'imposta personale progressiva sul reddito rilevante per il singolo azionista. La tassazione delle società di capitali, secondo il sistema Carter, coinciderebbe di fatto con quella solitamente prevista, nei sistemi tributari moderni, per le società di persone.

Deriva anche, da quanto appena detto, che, diversamente dai sistemi di tassazione descritti nei paragrafi precedenti, non vi sarebbe, nell'ipotesi di totale integrazione fra le imposte pagate dalla società e quelle dovute dai singoli soci, alcuna differenza fra il costo di un finanziamento con utili accantonati o con emissione di nuovi titoli azionari.

In entrambi i casi, infatti, detto costo può essere espresso, in annotazione algebrica, nel modo che segue:

$$(18) \quad p'_{AU} = p'_{NA} = \frac{r}{(1 - t_p)}$$

da cui si ottiene:

$$(19) \quad t'_{AU} = t'_{NA} = \frac{p'_{AU} - r}{p'_{AU}} = \frac{p'_{NA} - r}{p'_{NA}} = t_p$$

che mostra come, nel sistema di totale integrazione, l'unica imposta che contribuisce a determinare il "cuneo" fra rendimenti lordi e netti è, sia nel caso di autofinanziamento, sia in quello di emissione di nuove azioni, l'imposta personale ad aliquota t_p .

Ricorrendo all'ormai usuale esempio numerico, si può ancora dire che, indipendentemente dal valore assunto dalla aliquota legale dell'imposta sulle società (la Commissione Carter proponeva, ad esempio, di uguagliare detta aliquota a quella più elevata dell'imposta personale progressiva sul reddito) e indipendentemente dalla decisione della società di finanziare il progetto di investimento con utili accantonati o con emissione di nuove azioni, il costo di remunerare un azionista, la cui aliquota marginale dell'imposta personale sul reddito è pari al 30%, con un rendimento netto del 5%, sarebbe, se si adottasse questo sistema di tassazione, il 7.1%.

1.3 La "neutralità" del sistema tributario rispetto alle scelte finanziarie delle imprese.

Nella tabella 1 sono riassunte le condizioni che dovrebbero essere rispettate da ognuno dei sistemi di tassazione delle società di capitali fino ad ora illustrato (classico, del credito totale o parziale, di completa integrazione) affinché non vi fosse, per l'impresa, alcun incentivo a ricorrere a forme alternative di raccolta del risparmio a fronte di una medesima decisione di investimento²⁰.

Più estesamente si può osservare quanto segue.

Un sistema di tassazione del tipo classico può ritenersi neutrale (nel senso appena indicato) rispetto alla decisioni finanziarie delle imprese se:

- non è prevista la deducibilità degli interessi passivi dall'imponibile dell'imposta sulle società ($\alpha = 0$);

- in sede di tassazione personale, gli interessi, i dividendi e le plusvalenze sono assoggettati alla medesima aliquota di imposta ($t_o = t_s = t_p$).

Infatti, ponendo $\alpha = 0$ e $t_o = t_p$ nella (5) e nella (6) e $t_s = t_p$ nella (10) e nella (11) si ottiene:

$$(20) \quad p_B = p_{AU} = p_{NA}^i = \frac{r}{(1 - t_s)(1 - t_p)}$$

$$(21) \quad t_B = t_{AU} = t_{NA}^i = t_s + t_p (1 - t_s)$$

Le condizioni di neutralità appena illustrate sono spiegabili intuitivamente. Nell'ipotesi di finanziamento con indebitamento, gli interessi che remunerano il capitale di prestito provengono (data la non deducibilità degli interessi passivi) da utili

assoggettati all'imposta sul reddito della società e scontano, dunque, anche questo onere fiscale, oltre a quello relativo all'imposta personale (ad aliquota $t_0 = t_p$). La medesima incidenza fiscale complessiva si ha, d'altro canto, sui redditi provenienti da un investimento finanziato con capitale proprio, poichè gli utili sono tassati una prima volta in testa alla società ed una seconda volta, o sotto forma di plusvalenze maturate o sotto forma di dividendi, con la medesima aliquota t_0 con cui sono tassati anche gli interessi.

Ne deriva, come mostrano la (20) e la (21) che un sistema di tassazione delle attività finanziarie che mostra le caratteristiche appena ricordate non discrimina fra un finanziamento con indebitamento o con capitale proprio, da un lato e, nell'ambito di quest'ultima forma di reperimento di mezzi finanziari, fra autofinanziamento ed emissione di nuovo capitale azionario, dall'altro.

Anche nel caso, opposto, di totale integrazione delle imposte personali e sulla società è semplice, comparando le espressioni (5) e (6) con la (18) e la (19), ricavare le condizioni di neutralità, ovvero quelle caratteristiche che un sistema tributario che adotta questa forma di tassazione delle società di capitali dovrebbe avere per consentire un medesimo trattamento fiscale dei redditi provenienti da un investimento finanziato alternativamente con capitale proprio (autofinanziamento ed emissione di nuove azioni) o con indebitamento.

Queste condizioni possono essere così riassunte:

- gli interessi passivi, al contrario di quanto osservato per il sistema classico, devono essere integralmente deducibili dall'imponibile dell'imposta sulle società ($\alpha=1$);

Tab. 1. Condizioni di "neutralita'" di diversi sistemi di tassazione delle societa' di capitali rispetto alle scelte finanziarie delle imprese.

sistema di tassazione	tassazione della societa'	tassazione personale
CLASSICO	$\alpha=0$ non deve essere prevista la deducibilita' degli interessi passivi	$t_o = t_g = t_p$ interessi, plusvalenze maturate e dividendi devono essere tassati con la medesima aliquota di imposta
TOTALE INTEGRAZIONE	$\alpha=1$ deve essere prevista la deducibilita' degli interessi passivi	$t_o = t_p ; t_g = 0$ interessi e dividendi devono essere tassati con la medesima aliquota; le plusvalenze derivanti da utili trattenuti non devono essere tassate (1)
CREDITO PARZIALE	$\alpha = s/t$ gli interessi passivi devono essere solo parzialmente deducibili dalla base imponibile della imposta sulle societa'	$t_o=t_p ; s/(1-s)=(t_p-t_g)/(1-t_p)$ interessi e dividendi devono essere tassati con la medesima aliquota; la percentuale del credito di imposta deve variare al variare dell'aliquota dell'imposta personale e dipende anche da quella sulle plusval.
CREDITO TOTALE	il sistema non puo' mai soddisfare le condizioni di "neutralita'", a meno di non "trasformarsi" in un sistema di totale integrazione	

(1) Gli utili trattenuti sono, al pari di quelli distribuiti, tassati in base alla aliquota t_p dell'imposta personale.

- analogamente al caso precedente, gli interessi percepiti sui titoli rappresentativi del capitale di debito dell'impresa debbono concorrere a formare, al pari dei dividendi, la base imponibile dell'imposta personale sul reddito ($t_o = t_p$);

- non deve essere prevista alcuna tassazione separata delle plusvalenze, nè realizzate, nè maturate, se queste sono originate da utili trattenuti (piuttosto che, ad esempio, da variazioni autonome nelle quotazioni di mercato). Si ricorda, infatti, che questo sistema prevede la tassazione con la medesima aliquota t_p sia della quota di utili distribuita, sia quella trattenuta presso l'impresa.

Se queste condizioni sono soddisfatte e cioè se $\alpha=1$ e $t_o = t_p$, si ha, infatti:

$$(22) \quad p_B = p'_{AU} = p'_{NA} = \frac{r}{(1 - t_p)}$$

$$(23) \quad t_B = t'_{AU} = t'_{NA} = t_p$$

Diversamente dai due sistemi di tassazione delle società di capitali appena presi in esame, è meno semplice, per quelli di parziale integrazione (credito parziale e totale di imposta) derivare le condizioni che devono valere affinché detti sistemi non inducano alcuna discriminazione, di tipo fiscale, fra le tre forme di finanziamento degli investimenti prese in esame (autofinanziamento, emissione di nuovo capitale azionario, indebitamento). Dette condizioni sono, invero, molto particolari e difficilmente possono essere soddisfatte (data soprattutto l'esistenza di azionisti assoggettati a differenti aliquote delle

imposte personali) nell'ambito dei sistemi tributari concretamente adottati.

Infatti, affinché il sistema del credito di imposta sui dividendi non discrimini a favore di alcuna delle tre forme di finanziamento degli investimenti considerate occorre:

- che sia soddisfatta l'ormai usuale condizione (comune a tutti i sistemi di tassazione considerati) che gli interessi, al pari dei dividendi, concorrano a formare la base imponibile dell'imposta personale (o siano comunque tassati secondo una medesima aliquota, cioè $t_o = t_p$);

- che, nel caso del sistema del credito parziale, la misura di quest'ultimo sia definita in base ad un rapporto che vede al numeratore la differenza fra l'aliquota dell'imposta personale t_p e quella sulle plusvalenze maturate t_g e al denominatore il complemento ad uno dell'imposta personale. Infine, occorre che gli interessi passivi siano solo parzialmente deducibili, secondo il rapporto s/t_s , dall'imponibile delle imposte sulla società. Infatti, ponendo nelle espressioni (5), (6), (14) e (15) $t_o = t_p$, $\alpha = s/t_s$ e $s/(1-s) = (t_p - t_g)/(1 - t_p)$ (oppure $s = (t_p - t_g)/(1 - t_g)$, si ha che:

$$(24) \quad p_B = p_{AU} = p_{NA}^2 = \frac{r}{(1 - t_s)(1 - t_g)}$$

$$(25) \quad t_B = t_{AU} = t_{NA}^2 = t_s + t_g(1 - t_s);$$

- nel sistema del credito totale, invece, occorre che gli interessi passivi siano integralmente deducibili ($\alpha = 1$) e che l'aliquota dell'imposta sui guadagni di capitale maturati t_g sia uguale al rapporto $(t_p - t_g)/(1 - t_s)$. Invero, per questi

valori dei parametri fiscali (gli unici che consentono, in questo sistema di tassazione delle società di capitali, un uguale trattamento tributario del finanziamento tramite capitale proprio e capitale di debito), il sistema di credito totale si riduce ad essere un sistema del tutto analogo a quello, già descritto, di totale integrazione: sia i dividendi, sia gli utili trattenuti -in questo caso nella misura in cui si riflettono in plusvalenze maturate di pari ammontare- sono tassati in base all'aliquota dell'imposta personale t_p . Si ha, infatti, ponendo $t_o=t_p$ e $\alpha=1$ nella (5) e nella (6) e $t_g=(t_p-t_s)/(1-t_s)$ nella (10) e nella (11):

$$(26) \quad p_B = p_{AU} = p_{NA}^3 = \frac{r}{(1 - t_p)}$$

$$(27) \quad t_B = t_{AU} = t_{NA}^3 = t_p$$

Ne deriva che il sistema del credito totale, a meno di non "trasformarsi" in un sistema di totale integrazione, non potrà mai essere neutrale rispetto alle scelte di finanziamento delle imprese.

1.4 La "neutralità" del sistema tributario rispetto alle decisioni di investimento delle imprese e di risparmio delle famiglie.

Nel paragrafo precedente si è visto come due siano i sistemi di tassazione delle società di capitali che possono essere più facilmente congegnati in modo tale da consentire un uguale trattamento, dal punto di vista fiscale, dei redditi provenienti da un investimento finanziato alternativamente con capitale di debito o con capitale di rischio:

- il sistema classico, se non è prevista la deducibilità degli interessi passivi dall'imponibile dell'imposta sulle società e se, in sede di tassazione personale, le plusvalenze maturate, i dividendi e gli interessi sono tutti tassati in base alla medesima aliquota;

- quello di totale integrazione se è prevista la deducibilità degli interessi passivi dall'imponibile della società e se, nel caso esista una tassazione generale delle plusvalenze, è consentita l'esenzione per quei guadagni in conto capitale che derivano da utili accantonati presso la società, già tassati, secondo questo sistema di imposizione delle società di capitali, in base alla aliquota dell'imposta personale sul reddito.

Va notato, tuttavia, che entrambi questi sistemi, seppure congegnati in modo da essere "neutrali" rispetto alle decisioni finanziarie delle imprese, pongono un "cuneo" fra il rendimento lordo ottenibile da una società sull'investimento marginale e quello netto con cui può essere remunerato il risparmio che ha finanziato quell'investimento. Come si ricorderà, infatti, le espressioni (21) e (23), ricavate nel paragrafo precedente -rispettivamente per il sistema classico e per quello di totale integrazione- in modo da ottenere, per ciascuno di questi due

sistemi, una medesima aliquota effettiva di imposta nell'ipotesi di finanziamento degli investimenti sia con capitale di debito, sia con capitale proprio (autofinanziamento ed emissione di nuovo capitale azionario), erano:

$$(21) \quad t_B = t_{AU} = t_{NA}^1 = t_s + t_p(1 - t_s)$$

$$(23) \quad t_B = t'_{AU} = t_{NA}^4 = t_p$$

La presenza, in entrambe queste espressioni, dell'aliquota t_p è la conseguenza della decisione di adottare come base imponibile dell'imposta personale il reddito percepito, piuttosto che quello speso: inevitabilmente, un sistema tributario che assume come base imponibile dell'imposta personale il reddito, non solo proveniente dal lavoro, ma anche dal capitale, pone un "cuneo di imposta" (rappresentato appunto dalla aliquota t_p) tra il rendimento lordo ottenibile da un investimento e quello netto percepibile sul risparmio che ha finanziato l'investimento medesimo.

Nella (21), tuttavia, a differenza della (23), compare anche l'aliquota t_s , commisurata al reddito della società. Poichè si ritiene che la presenza di questa imposta alteri la convenienza ad investire, innalzando artificialmente il rendimento lordo che deve essere ottenuto dall'impresa sul progetto di investimento marginale, è stato da tempo suggerito, nella letteratura ²¹, un metodo con cui può essere eliminato questo potenziale effetto distorsivo di un sistema di tassazione di tipo classico sulle

decisioni di impresa.

Come si ricorderà, le espressioni fino ad ora ricavate, per determinare il "cuneo" posto dal sistema tributario sui redditi provenienti da un investimento finanziato con forme alternative di reperimento di mezzi finanziari, ipotizzano che le quote di ammortamento deducibili a fini fiscali rispecchino il "vero" ammortamento economico del bene capitale.

Alternativamente, tuttavia, potrebbe ipotizzarsi che la normativa tributaria conceda l'ammortamento completo del bene di investimento nell'anno di acquisizione del medesimo (first-year o 100% initial allowance, nella terminologia anglosassone). Se così fosse, il costo effettivo per l'impresa di un investimento di valore unitario, sarebbe pari ad $(1 - t_s)$, cioè sarebbe ridotto in proporzione alla aliquota dell'imposta sulla società²². L'effetto, sarebbe quello di "annullare", in testa alla società l'incidenza dell'imposta, ad aliquota t_s , sul reddito derivante dall'investimento marginale effettuato dall'impresa: l'imposta sulle società, in questo caso, non altererebbe la convenienza ad investire e il "cuneo" posto dal sistema tributario fra rendimenti lordi (sull'investimento) e netti (sul risparmio) sarebbe determinato dalla sola aliquota dell'imposta personale, analogamente a quanto osservato nel caso di un sistema di totale integrazione che preveda un ammortamento di tipo economico e che consenta la deducibilità degli interessi passivi dalla base imponibile dell'imposta sulle società.

L'analisi svolta fino ad ora consente alcune considerazioni di rilievo su cui si richiama l'attenzione del lettore.

Innanzitutto, consente di comprendere come, nella letteratura, siano solitamente due i sistemi di tassazione delle società di capitali ritenuti "neutrali" rispetto alle decisioni

delle imprese:

- un sistema di totale integrazione fra le imposte pagate dalla società e quelle personali combinato con un sistema di tassazione delle società di capitali commisurato ad un imponibile tipo-profitto, che consente cioè la deducibilità degli interessi passivi e del "vero" ammortamento economico;

- un sistema di tassazione classico che assume, però, come base imponibile per l'imposta sulla società il cash-flow di impresa, ovvero non consente la deducibilità degli interessi corrisposti sul capitale preso a prestito e prevede, invece, la facoltà di dedurre dall'imponibile della società l'intera spesa di investimento nell'anno in cui questo viene effettuato²³.

Come avremo anche occasione di ricordare nel prossimo capitolo (paragrafo 2.7), la proposta di adottare l'uno o l'altro dei due sistemi di tassazione delle società di capitali appena indicati si accompagna solitamente a quella di assumere come base imponibile dell'imposta personale due diversi concetti di reddito: una definizione di reddito come entrata, nel primo caso e una definizione di reddito come consumo, nel secondo²⁴.

Le considerazioni svolte illustrano anche l'importanza, ai fini di una corretta e completa analisi degli effetti indotti dal sistema tributario sulle decisioni di investimento delle imprese, di tenere conto congiuntamente sia del regime di ammortamento concesso a fini fiscali (nonchè di altre eventuali norme in grado di alterare il rendimento effettivo ottenibile da un investimento o il costo del medesimo), sia di quello previsto per la tassazione delle attività finanziarie emesse dalle imprese per le proprie necessità di finanziamento. E' l'insieme di questi aspetti del sistema tributario che determina, invero, l'incentivo o il disincentivo ad investire e a risparmiare. E'

chiaro, ad esempio, da quanto detto fino ad ora, che un sistema tributario che preveda al contempo ammortamenti discrezionali al 100%, la completa deducibilità degli interessi in testa alla società e la tassazione dei medesimi con una aliquota dell'imposta personale inferiore a quella con cui sono tassati gli utili di impresa, renderebbe conveniente, per mere motivazioni di tipo fiscale, indirizzare il risparmio verso progetti di investimento non convenienti da un punto di vista economico.

Se il sistema tributario fosse congegnato nel modo appena descritto, infatti, un finanziamento degli investimenti con indebitamento comporterebbe l'esistenza di un "cuneo di imposta" negativo fra il rendimento lordo ottenibile dalla società su un progetto di investimento e quello netto con cui può essere remunerato l'investitore-persona fisica che ha sottoscritto i titoli rappresentativi del capitale di prestito dell'impresa. Ad esempio, per una aliquota dell'imposta sulle società del 50% e di quella personale del 30%, il sussidio concesso dallo stato sarebbe pari al 40% del rendimento lordo; detto altrimenti, sarebbe sufficiente per la società ottenere su un progetto di investimento un rendimento del 3.6% per potere garantire al risparmiatore finale una remunerazione netta pari al 5% del capitale da questi investito.

2. Incidenza fiscale complessiva sui redditi derivanti da un investimento finanziato alternativamente con capitale di debito o di rischio: una analisi comparata fra Stati Uniti, Regno Unito, Francia, Germania Federale e Italia. Introduzione e conclusioni.

In questa parte del lavoro l'analisi sviluppata nel capitolo precedente verrà applicata al caso concreto di alcuni tra i principali paesi industrializzati: Stati Uniti, Regno Unito, Francia, Germania Federale, Italia²⁵.

A tal fine verranno esaminate, per ciascuno di questi paesi, le principali caratteristiche dei sistemi di tassazione adottati per i dividendi (paragrafo 2.1), le plusvalenze (paragrafo 2.2) e gli interessi. In quest'ultimo caso l'attenzione sarà rivolta alle norme che consentono (o limitano) la deducibilità degli interessi passivi dalla base imponibile delle imposte sulla società (paragrafo 2.3) e alla tassazione personale degli interessi corrisposti sia sui titoli obbligazionari emessi dalle imprese private, sia sui depositi bancari (paragrafo 2.4). L'estensione dell'analisi al trattamento fiscale riservato agli interessi corrisposti sui depositi bancari consentirà, sulla base di alcune ipotesi semplificatrici di cui diremo, di trattare in modo esplicito anche il caso di un finanziamento degli investimenti tramite indebitamento presso il sistema creditizio.

Sulla base delle informazioni raccolte si procederà poi (paragrafo 2.5) a calcolare- utilizzando le espressioni ricavate, per diversi sistemi di tassazione delle società di capitali, nel capitolo precedente- il costo per la società di corrispondere un certo rendimento netto al risparmiatore finale che ha, in ultima istanza, offerto all'impresa i fondi necessari al finanziamento dell'investimento, nonché il "cuneo di imposta" fra rendimenti lordi (sull'investimento) e netti (sul risparmio), in percentuale dei primi, nell'ipotesi di finanziamento con capitale proprio

(autofinanziamento ed emissione di nuove azioni) o con indebitamento (emissione di obbligazioni e indebitamento presso gli intermediari creditizi). Per l'Italia si tratterà anche il caso di indebitamento presso un Istituto di credito speciale.

Per motivi che dovrebbero già essere chiari (oltre che per le semplificazioni con cui tratteremo la tassazione degli interessi, dei dividendi e delle plusvalenze), i risultati che si otterranno da questa indagine andranno letti con cautela e mostrano interesse non tanto per la loro entità assoluta, quanto posti a confronto fra loro, soprattutto nell'ambito di ciascun paese. Infatti, anche in questa parte del lavoro, al fine di concentrare l'attenzione sulle sole distorsioni potenzialmente indotte sulle decisioni di investimento e su quelle di risparmio dai sistemi di tassazione delle attività finanziarie, si farà l'ipotesi che l'ammortamento dei beni capitali sia di tipo economico e che non esistano incentivi fiscali, o di altro genere, agli investimenti.

Nelle concrete realtà istituzionali dei paesi che prenderemo in esame -ove esistono invece svariate forme di incentivo agli investimenti e dove i metodi di ammortamento previsti dalla legislazione fiscale si discostano solitamente dall'ammortamento di tipo economico²⁶- il costo effettivo per la società di corrispondere un certo rendimento r , netto da imposte, al risparmiatore finale sarà diverso e potrà anche essere notevolmente inferiore a quello calcolato nell'analisi che segue.

Le principali conclusioni (di cui si dirà estesamente nel paragrafo 2.6) che emergono dall'indagine svolta possono essere sintetizzate nel modo che segue.

I sistemi di tassazione delle attività finanziarie adottati nei paesi presi in esame sono talmente diversi fra loro da produrre una ampia varietà dei rendimenti lordi che devono essere

ottenuti dall'impresa su un progetto di investimento al fine di remunerare il risparmiatore finale con un medesimo rendimento netto. In termini di aliquote effettive di imposta si passa da un valore minimo del 12.5%, nel caso dell'Italia, per un investimento finanziato con emissione diretta di titoli obbligazionari, ad uno massimo del 73.7%, nel caso della Francia, se il finanziamento avviene con emissione di nuovo capitale azionario.

In nessuno dei paesi considerati la tassazione delle attività finanziarie è tale da rendere indifferente per l'impresa il ricorso a forme alternative di raccolta del risparmio per il finanziamento di un medesimo progetto di investimento. I paesi europei adottano tutti sistemi di integrazione parziale che riducono (Francia e Regno Unito) o eliminano completamente (Italia e Germania Federale) l'incidenza dell'imposta pagata dalle società sugli utili distribuiti; come si è visto nel capitolo precedente, molto difficilmente (mai, nel caso del credito totale) sistemi di parziale integrazione possono essere congegnati in modo da essere neutrali rispetto alle scelte finanziarie delle imprese. Gli Stati Uniti, invece, adottano un sistema di tassazione del tipo classico, ma, diversamente da quanto sarebbe necessario per rispettare i requisiti di neutralità discussi nel capitolo precedente, consentono la deducibilità degli interessi passivi dalla base imponibile delle imposte sulle società.

In linea generale si può dire che, seppure con intensità diversa, tutti i sistemi tributari considerati (ad eccezione, in parte, della Germania Federale e del Regno Unito) tendono ad incentivare il ricorso al finanziamento con capitale di prestito.

Il caso dell'Italia si caratterizza per essere il più "estremo" fra quelli considerati: l'aliquota dell'imposta sulla società è tra le più basse fra quelle in vigore nei paesi considerati; sugli utili distribuiti è concesso un credito totale di imposta; la tassazione delle plusvalenze ha un ambito di applicazione particolarmente limitato. Ciò nonostante, il finanziamento con capitale azionario è fortemente discriminato rispetto a quello con indebitamento, che risulta incentivato sia dalla norma che consente la deducibilità degli interessi passivi dalla base imponibile delle imposte sulla società sia, soprattutto, dal basso livello delle ritenute operate sugli interessi corrisposti al detentore dei titoli emessi dall'impresa.

Sempre con riferimento all'Italia, si può ancora osservare che fra le varie forme di indebitamento considerate, l'emissione diretta di obbligazioni è attualmente favorita -in virtù di una serie di modifiche apportate nei tempi più recenti alle norme tributarie introdotte con la riforma del 1974- rispetto all'indebitamento presso gli intermediari creditizi (aziende di credito ed istituti di credito speciale). Ciò, tuttavia, non garantisce che possa attuarsi un processo di disintermediazione nel finanziamento delle imprese attraverso capitale di debito, anche perchè, come è noto, esiste un limite normativo al collocamento diretto di obbligazioni da parte delle imprese presso il pubblico dei risparmiatori, mentre è privo di ogni regolamentazione il ricorso al credito bancario.

Per compensare la convenienza attribuita dalle norme contenute nel sistema tributario al finanziamento degli investimenti con indebitamento, alcuni paesi (ad esempio, la Francia) hanno introdotto agevolazioni specifiche in favore del capitale di

rischio. Nel Regno Unito, invece, si è preferito percorrere la strada di una modificazione più radicale del sistema di tassazione adottato per le società di capitali e una analoga riforma (che si estende anche alla tassazione personale) è attualmente al centro del dibattito negli Stati Uniti (di questi aspetti si tratterà nel paragrafo 2.7).

Al fine di ridurre le interferenze esercitate dal sistema tributario sulle decisioni di impresa, la scelta di procedere, così come si è fatto nel Regno Unito e negli Stati Uniti, a riforme generali dei sistemi di tassazione è certamente da preferire a quella, seguita ad esempio in Francia, di introdurre nella legislazione fiscale norme addizionali allo scopo di compensare le discriminazioni esistenti.

Tuttavia, alcune perplessità sorgono anche con riferimento alle riforme approvate o proposte nel Regno Unito e negli Stati Uniti: tra i due sistemi di tassazione delle società di capitali che, come si è detto al termine del capitolo precedente, possono essere ritenuti neutrali rispetto alle decisioni delle imprese si è preferito assumere, come modello di riferimento, quello che adotta un imponibile tipo-profitto, piuttosto che quello che adotta un imponibile tipo-cash flow, nonostante i pregi di quest'ultimo sistema di tassazione delle società di capitali, principalmente la sua relativa semplicità, soprattutto in un contesto inflazionistico²⁷.

2.1 La tassazione dei dividendi: integrazione fra imposte pagate dalla società e imposte personali.

Nella tabella 2 sono state sintetizzate le principali caratteristiche dei sistemi di tassazione dei redditi prodotti e distribuiti da una società di capitali attualmente in vigore negli Stati Uniti, nel Regno Unito, nella Francia, nella Germania Federale e in Italia.

L'aliquota di imposta riportata nella prima colonna della tabella fa riferimento, è opportuno sottolinearlo, alla sola imposta erariale sulle società e trascura dunque l'eventuale esistenza di altri tributi (solitamente di competenza delle amministrazioni locali) commisurati al reddito della società medesima. Ai principali di questi tributi (nonchè ad alcuni altri, commisurati al patrimonio dell'impresa) si accennerà nelle pagine che seguono, dove verranno forniti maggiori dettagli sui sistemi di tassazione delle società di capitali (e sulla più recente evoluzione dei medesimi) in ciascuno dei cinque paesi considerati.

Negli Stati Uniti, come si è già anticipato, il sistema di tassazione adottato è del tipo classico. Nonostante il vivace dibattito e le numerose proposte da tempo formulate, per introdurre una qualche forma di integrazione fra le imposte pagate dalla società e quelle dovute dal socio²⁸, gli utili distribuiti da una società di capitali sono tuttora assoggettati, in questo paese, ad imposizione aggiuntiva in sede personale. Gli utili sono cioè tassati una prima volta in testa alla società, con una aliquota del 46%²⁹ ed una seconda volta, per la parte che viene distribuita, in base ad aliquote -quelle dell'imposta personale progressiva sul reddito- che attualmente possono

Tab. 2. Il sistema di imposizione sul reddito delle società di capitali.

paese (denominazione dell'imposta)	aliquota dell'imposta sulle società (1)	sistema di imposizione (anno di introduzione)	credito di imposta in percentuale		
			dell'imposta sulle società (2)	del dividendo netto	del dividendo lordo (3)
Stati Uniti (federal corporate income tax)	46.0% (4)	classico			
Regno Unito (corporation tax)	52.0% (5)	credito parziale (1973)	39.6%	3/7	30.0%
	35.0% (5)		79.6%	3/7	30.0%
Francia (impôt sur les sociétés)	50.0%	credito parziale (1965)	50.0%	50.0%	1/3
Germania Federale (Körperschaftsteuer)	56.0%-36.0% (6)	credito totale e doppia aliquota (1977)	100.0%	9/16	36.0%
Italia (irpeg)	36.0%	credito totale (1977) (7)	100.0%	9/16	36.0%

- (1) L'aliquota e' quella legale commisurata agli utili netti della società; in molti paesi sono previste agevolazioni (ad esempio, aliquote ridotte per le imprese minori) e/o imposte addizionali, prevalentemente a livello locale.
- (2) Indicando con t_s l'aliquota dell'imposta sulle società e con $s/(1-s)$ la percentuale del credito di imposta commisurato ai dividendi netti (ove s e' il tasso di imputazione), il credito di imposta in percentuale dell'imposta pagata dalla società sugli utili distribuiti e' data da: $s/(1-s) \cdot (1-t_s)/t_s$. I dividendi netti, qui e altrove, sono considerati al lordo di eventuali ritenute d'acconto.
- (3) Se $s/(1-s)$ misura il credito di imposta in percentuale del dividendo netto (cfr. la penultima colonna della tabella), il credito medesimo, in percentuale del dividendo lordo sara' dato da s , ovvero coincidera' con il tasso di imputazione e, per quei paesi ove il credito e' totale (Germania e Italia), con l'aliquota dell'imposta sulle società.
- (4) L'aliquota del 46% si applica ai profitti eccedenti i 100.000 dollari. Al di sotto di questo ammontare l'imponibile e' suddiviso in scaglioni di 25.000 dollari ciascuno ed e' assoggettato ad aliquote progressive. Queste aliquote erano, ad esempio, per il 1983: 15%, 18%, 30%, 40%.
- (5) L'aliquota del 52% e' rimasta in vigore fino al 31.3.1983; quella del 35% e' in vigore a partire dall'esercizio finanziario 1986.
- (6) L'aliquota del 56% e' ridotta al 36% nel solo caso in cui gli utili siano distribuiti.
- (7) Il sistema e' divenuto pienamente operativo a partire dal gennaio 1979.

raggiungere un valore massimo del 50%.

La sola forma di compensazione prevista per questa "duplice" tassazione degli utili distribuiti da una società di capitali consiste, nella legislazione fiscale statunitense, in una limitata esenzione (100 dollari per un contribuente individuale) dei dividendi percepiti dal pagamento dell'imposta personale.

In aggiunta all'imposta federale (Federal corporation income tax) vengono prelevate, in molti stati, imposte addizionali sul reddito delle società. L'aliquota effettiva di queste imposte, tenendo conto della deducibilità concessa dall'imponibile della imposta federale, oscilla tra l'1% e il 6.5% circa.

A differenza di quanto appena osservato per gli Stati Uniti, nella maggior parte dei paesi europei (in tutti quelli elencati nella tabella 2) sono stati introdotti, seppure in date anche molto diverse fra loro, sistemi di compensazione parziale o integrale, sugli utili distribuiti, delle imposte pagate dalla società e di quelle personali. Di fatto, detta compensazione avviene in testa all'azionista, concedendo al medesimo, in proporzione agli utili distribuiti, un credito di imposta di ammontare inferiore (Francia e Regno Unito) o uguale (Italia e Germania) all'imposta pagata su quegli utili dalla società medesima. I dividendi, al lordo del credito, concorrono a formare, in tutti i paesi considerati, la base imponibile dell'imposta personale progressiva sul reddito.

A parte l'elemento di omogeneità appena ricordato, diversità rilevanti emergono, nella legislazione fiscale dei paesi europei presi in esame, con riferimento sia alle aliquote legali stabilite per l'imposta sulle società, sia alla percentuale del credito concesso, sulla parte di utili distribuita,

all'azionista³⁰.

Tra i paesi considerati, il Regno Unito è certamente quello dove i cambiamenti nel sistema di tassazione dei redditi prodotti e distribuiti da una società di capitali sono stati più frequenti. Solo per accennare ai più recenti, fra questi, si ricorda quanto segue.

Nel 1965 -sulla falsariga delle indicazioni contenute nel Rapporto di minoranza redatto da N. Kaldor e sottoscritto da alcuni altri membri della "Royal Commission on the taxation of profit and income" nel 1955³¹- il governo laburista di Challagan introdusse un sistema di tassazione del tipo classico e, contestualmente (lo si dirà meglio più avanti), una imposta sulle plusvalenze realizzate.

Nel 1973, il governo conservatore allora in carica abolì il sistema classico per introdurne uno cosiddetto di imputazione (imputation system). Così facendo ripristinò sostanzialmente il sistema di tassazione dei dividendi esistente prima della riforma laburista.

Questo sistema, tuttora in vigore, prevede un tasso di imputazione pari all'aliquota base dell'imposta personale progressiva sul reddito (attualmente 30%). Data la corrispondenza (di cui si è detto nel capitolo precedente) esistente fra il tasso di imputazione e il credito di imposta -la misura di quest'ultimo è pari, si ricorda, al rapporto $s/(1-s)$, ove s è il tasso di imputazione- si può dire che il sistema di tassazione dei dividendi in vigore nel Regno Unito prevede un credito di imposta pari ai $3/7$ dei dividendi netti.

Contestualmente all'introduzione, nel 1973, del sistema di imputazione fu elevata, dal 40% al 52% l'aliquota dell'imposta

sul reddito delle società (Corporation tax). Quest'ultima aliquota è rimasta in vigore fino all'anno finanziario 1.4.1982-31.3.1983. A partire dall'anno successivo, infatti, in seguito ad un'ampia riforma dell'imposizione sul reddito delle società di capitali introdotta con il bilancio per il 1984, è stata attuata una progressiva riduzione dell'aliquota della "corporation tax" dal 52% al 35%³².

Come si nota dalla tabella 2 (ove sono state evidenziate entrambe queste aliquote) il tasso di imputazione sui dividendi, nonostante la progressiva riduzione dell'aliquota di imposta sulle società, non ha subito modificazioni. Con una aliquota pari al 35% (che sarà quella prevalente a partire dall'esercizio finanziario 1986), il credito di imposta concesso agli azionisti (di ammontare ancora uguale ai $\frac{3}{7}$ degli utili distribuiti) sarà tale da rimborsare, in testa al socio, circa l'80% (ovvero circa il doppio rispetto alla situazione pre-riforma) dell'imposta pagata dalla società su quegli utili.

Proprio mentre nel Regno Unito si stava tornando ad un sistema di imposizione di tipo classico, la Francia (nel 1965) abbandonava questo sistema per introdurne uno (il cosiddetto sistema dell'avoir fiscal) di parziale compensazione delle imposte pagate dalla società e di quelle personali. L'aliquota dell'imposta sulle società (Impôt sur les sociétés) non è stata elevata al momento dell'introduzione del credito di imposta, ma, si ricorda, pochi anni prima (verso la fine degli anni '50) era stata più che raddoppiata, passando dal 24% al 50%. Quest'ultima è l'aliquota tuttora in vigore nella legislazione fiscale francese. Ne deriva che il credito di imposta, fissato nella misura del 50% degli utili distribuiti, consente di rimborsare, in testa al

socio, la metà dell'imposta pagata dalla società. I primi 3.000 franchi di reddito sono inoltre esenti da imposta, a meno che il reddito del contribuente non superi una certa soglia.

Sia in Francia sia nel Regno Unito non sono previste, oltre a quelle appena descritte, altre imposte sul reddito delle società. Va ricordato, tuttavia, che nel Regno Unito le società, al pari degli individui, costituiscono soggetto passivo dell'imposta locale commisurata al valore delle proprietà immobiliari (local rates)³³. In Francia, invece, sempre a livello locale, è dovuta dalle società la cosiddetta "taxe professionnelle" commisurata ad una base imponibile mista, che comprende sia il valore del capitale impiegato nell'attività svolta, sia la spesa per retribuzioni.

In Italia e Germania, a differenza di quanto appena osservato per Francia e Regno Unito, il sistema di tassazione delle società di capitali adottato è quello denominato del credito totale. Esistono anche in questi due paesi alcune imposte a carattere locale, di cui si dirà in seguito.

In Italia, come è noto, il sistema del credito totale è stato introdotto con la legge n.904 del 16.12.1977 (legge Pandolfi) ed è divenuto pienamente operativo (dopo un anno di transizione) a partire dal gennaio 1979.

Il sistema precedentemente adottato era del tipo classico, ma concedeva all'azionista la possibilità di optare per una cedolare secca e di sfuggire così al pagamento dell'imposta personale progressiva sul reddito.

Al momento dell'introduzione del credito di imposta sui dividendi non è stata elevata (diversamente da quanto è accaduto

in altri paesi) l'aliquota dell'imposta sul reddito delle persone giuridiche (Irpeg) introdotta con la riforma tributaria. Quest'ultima è rimasta invariata al 25% e il credito di imposta è stato fissato nella misura di $1/3$ degli utili distribuiti in modo tale da garantire una totale compensazione fra l'Irpeg pagata dalla società e il credito di imposta concesso, sui dividendi, all'azionista. Con la legge n.649 del 25.11.1983 (di conversione del decreto n.512 del 30.9.1983), l'aliquota Irpeg è stata elevata al 36% e il corrispondente credito di imposta ai $9/16$ degli utili distribuiti.

Anche nella Germania Federale, così come accade attualmente in Italia, gli utili distribuiti da una società di capitali ad un azionista-persona fisica sono tassati in base ad una aliquota del 36% e ricevono successivamente, in sede di imposizione personale, un credito di imposta pari ai $9/16$ dei dividendi netti. Vi è però una importante differenza fra i due sistemi: mentre in Italia l'aliquota Irpeg, del 36%, si applica a tutti gli utili di impresa, indipendentemente dal fatto che questi siano trattenuti o distribuiti agli azionisti, nella Germania Federale l'aliquota dell'imposta sulle società (Körperschaftsteuer) è pari al 56% ed è ridotta al 36% solo nel caso in cui gli utili siano distribuiti.

La tassazione degli utili prodotti e distribuiti da una società di capitali combina, dunque, nella Germania Federale, il sistema del credito totale con quello denominato della doppia aliquota.

Precedentemente al sistema misto attualmente in vigore (introdotta a partire dal gennaio 1977) la Germania adottava unicamente il sistema della doppia aliquota: gli utili trattenuti erano tassati con una aliquota del 51%, mentre quelli distribuiti

erano tassati, in testa alla società, con una aliquota ridotta, del 15%³⁴ e, in testa al socio, in base all'aliquota marginale dell'imposta personale.

Come si è già anticipato, sia nella Germania Federale, sia in Italia, vi sono altre imposte prevalentemente a carattere locale, commisurate al reddito (e in Germania anche al patrimonio) delle società di capitali.

In Italia, è cosa nota, la riforma tributaria ha assoggettato i redditi prodotti dalle società di capitali all'imposta locale sui redditi (Ilor), oltre che all'Irpeg. L'aliquota è del 16,2%, in virtù del decreto n. 790 del 30.12.1985 che ha inglobato nell'aliquota legale l'addizionale dell'8%, introdotta a partire dal 1982. Con la medesima legge n.904/77 che ha istituito il credito di imposta sui dividendi, si è stabilita la deducibilità dell'Ilor dalla base imponibile dell'Irpeg.

Nella Germania Federale vi sono due tipi di imposte, prelevate a livello locale, sulle società di capitali: la Gewerbesteuer e la Grundsteuer. La principale di queste imposte (la Gewerbesteuer) è commisurata sia al reddito sia al patrimonio dell'impresa³⁵; entrambe sono deducibili dall'imponibile dell'imposta federale sulle società.

Va ricordata, infine, l'esistenza, nella Germania Federale, di una imposta patrimoniale (Vermögensteuer) commisurata al patrimonio netto sia degli individui, sia delle società, con aliquote pari, rispettivamente, allo 0.5% e allo 0.6%³⁶. L'imposta non è deducibile ai fini del pagamento dell'imposta personale e di quella sulle società.

2.2 La tassazione delle plusvalenze.

Anche il regime fiscale delle plusvalenze mostra, così come quello dei dividendi, ampie diversità fra i paesi considerati (si veda, per una sintesi del regime attuale, la tabella 3).

Vi è un elemento comune, però, a tutte le normative tributarie prese in esame e riguarda il trattamento fiscale agevolato riservato a questi redditi da capitale. Due sono le forme di agevolazione solitamente concesse.

- le plusvalenze, qualora ne sia prevista la tassazione, costituiscono presupposto dell'imposta non al momento in cui maturano, bensì quando vengono realizzate. Come si è già sottolineato nel capitolo precedente, la possibilità di differire nel tempo il pagamento dell'imposta comporta, per il contribuente, un vantaggio assimilabile ad un prestito concesso dallo stato a tasso zero;

- la tassazione delle plusvalenze realizzate è limitata ad alcuni tipi di operazioni, individuate in base a criteri più o meno oggettivi nelle varie legislazioni e/o avviene con aliquote ridotte rispetto a quelle commisurate al reddito ordinario³⁷.

Più in dettaglio è possibile osservare quanto segue.

Un sistema di tassazione generalizzato delle plusvalenze è presente solo negli Stati Uniti e nel Regno Unito.

Negli Stati Uniti le plusvalenze realizzate, originariamente tassate come reddito ordinario, cominciarono già dal 1922 a godere di un trattamento fiscale privilegiato.

A partire dal 1942, la normativa, che già preconizza quella attuale, prevede una tassazione ridotta per i guadagni in conto capitale realizzati su attività detenute per un periodo superiore

Tab. 3. La tassazione delle plusvalenze realizzate da un risparmiatore persona fisica.

STATI UNITI	<p>Tassate come reddito ordinario se l'attivita' e' detenuta per un periodo inferiore a sei mesi. Se realizzate su attivita' detenute per piu' di sei mesi, solo il 40% delle plusvalenze concorre a determinare l'imponibile dell'imposta personale. Il 60% escluso dall'imponibile potrebbe essere soggetto alla "minimum tax" ad aliquota del 20%.</p>
REGNO UNITO	<p>Le plusvalenze reali, realizzate e sopra una certa soglia sono tassate con una aliquota proporzionale del 30%.</p>
FRANCIA	<p>Le plusvalenze realizzate sono tassate con aliquote pari rispettivamente al 30% e al 15% solo se derivano da operazioni "abituale" o se l'operazione medesima supera una certa entita'. In caso contrario sono esenti.</p>
GERMANIA FEDERALE	<p>Tassate come reddito ordinario solo se realizzate su attivita' detenute per meno di sei mesi. Esenti in caso contrario.</p>
ITALIA	<p>Tassate come reddito ordinario solo se derivanti da operazioni speculative. Esenti in caso contrario.</p>

a sei mesi. Inizialmente fu stabilito che solo la metà delle plusvalenze realizzate entrasse a far parte della base imponibile dell'imposta personale progressiva sul reddito. Fu fissata una aliquota massima del 25%, che venne però limitata, nel 1969, alle plusvalenze inferiori ad una certa soglia (50.000 dollari).

Nel 1977, il periodo di detenzione delle attività in base al quale si discrimina fra trattamento ordinario e trattamento agevolato venne elevato, inizialmente, da sei a nove e, nel 1978, a dodici mesi. Nel 1981, tuttavia, si è ristabilito il criterio di detenzione dell'attività per un periodo superiore od inferiore a sei mesi come discriminante fra trattamento agevolato, da un lato e tassazione come reddito ordinario, dall'altro.

E' stata anche aumentata, nel 1978, dal 50% al 60%, la porzione dei guadagni di capitale per cui si consente l'esclusione dall'imponibile dell'imposta sul reddito. Data l'aliquota marginale corrispondente, in quell'anno, all'ultimo scaglione di reddito (70%), ne risultava una incidenza fiscale massima, sulle plusvalenze, del 28%. La recente revisione delle aliquote dell'imposta personale -che ha comportato l'abbassamento dell'aliquota marginale più elevata dal 70% al 50%- ha avuto l'effetto di ridurre detta aliquota massima dal 28% al 20%.

Va ricordato, infine, che in alcune circostanze potrebbe essere dovuta un'ulteriore imposta (la "minimum tax") ad aliquota, a partire dal 1983, del 20%, commisurata alla porzione (60%) di plusvalenze escluse dalla base imponibile dell'imposta personale. Tenendo presente anche questa eventuale imposta, si può dire che, attualmente, sulle plusvalenze realizzate tramite l'alienazione di attività detenute per un periodo superiore a sei mesi, l'aliquota massima è il 32% (ovvero: 50% sulla quota, pari al 40%, delle plusvalenze incluse nell'imponibile

dell'imposta personale e 20% sulla quota residuale, pari al 60%, inclusa nell'imponibile della "minimum tax").

Nel Regno Unito le plusvalenze realizzate da un individuo cominciano a venir tassate, come si è già avuto modo di ricordare, a partire dal 1965. In questa data, infatti, viene introdotta, dal governo laburista allora in carica, la cosiddetta "capital gain tax", commisurata ai guadagni di capitale netti (ovvero al netto delle perdite) con una aliquota proporzionale del 30%.

E' prevista una soglia al di sotto della quale le plusvalenze non vengono tassate (5.600 sterline, nell'anno 1984-85). Inoltre, dal 1982, nonostante l'esistenza di questa soglia (che è tra l'altro elevata, proprio in quell'anno, da 3.000 a 5.000 sterline) viene introdotto un meccanismo di indicizzazione a favore delle attività detenute per più di dodici mesi: ai fini del calcolo della base imponibile è concessa la rivalutazione del costo di acquisizione dell'attività in base all'indice generale dei prezzi al consumo³⁸.

In Francia, le plusvalenze subiscono un trattamento fiscale differenziato a seconda delle attività da cui hanno origine. Fino al 1976, l'imposta sui guadagni di capitale ebbe, in questo paese, una applicazione limitata. Successivamente, dopo un lungo e controverso dibattito³⁹, il sistema venne riformato. Nonostante l'intenzione della riforma di introdurre un sistema generalizzato di tassazione delle plusvalenze, furono previste numerose esenzioni ed agevolazioni, sicchè di fatto il nuovo sistema introdotto si limitò a tassare le plusvalenze sulle proprietà immobiliari e su alcuni tipi di proprietà mobiliare.

Per quanto riguarda le plusvalenze realizzate sul capitale

azionario, la tassazione è attualmente limitata alle seguenti fattispecie:

- le plusvalenze derivanti da "operazioni abituali" (ritenute speculative) sono tassate come reddito ordinario se eccedono il reddito (escluse le plusvalenze medesime) del contribuente; in caso contrario sono tassate con l'aliquota del 30% o, alternativamente, come reddito ordinario, su opzione del contribuente;

- se la transazione non è ritenuta a carattere speculativo, le plusvalenze sono tassate solo se le vendite superano un certo ammontare oppure se le plusvalenze sono realizzate da un azionista che detiene almeno il 25% del capitale della società. In entrambi questi casi l'aliquota è il 15%.

Nella Germania Federale le plusvalenze realizzate da un risparmiatore individuale non sono solitamente tassate, a meno che non siano ritenute "speculative", nel qual caso concorrono a determinare interamente la base imponibile dell'imposta personale sul reddito. Costituisce presupposto dell'atto speculativo l'alienazione dei valori mobiliari entro sei mesi dalla data di acquisto (ed entro due anni per le attività reali). Sono anche soggette a tassazione, ma solo con una aliquota dell'imposta personale ridotta della metà, le plusvalenze derivanti da alienazione di quote societarie superiori ad una certa entità, se l'azionista interessato possiede partecipazioni per almeno il 25% del capitale sociale.

Per una corretta valutazione del trattamento agevolato riservato, nella Germania Federale, alle plusvalenze va tuttavia ricordato che è prevista, dalla legislazione fiscale di questo paese, una imposta (ad aliquota, per gli individui, pari allo

0.5%) commisurata al patrimonio netto, comprensivo dei valori mobiliari.

In Italia la tassazione delle plusvalenze mostra alcune somiglianze con quella appena descritta per la Germania Federale. Analogamente a quanto accade in Germania, infatti, la normativa italiana dichiara tassabili (al 1° comma dell'art. 76 del Dpr n.597 del 29.9.1973) "le plusvalenze conseguite mediante operazioni poste in essere con fini speculativi". A differenza del sistema tributario tedesco, tuttavia, non esiste, nel sistema tributario italiano, una imposta generale sul patrimonio (che possa, almeno in parte, supplire ad una tassazione estremamente permissiva delle plusvalenze), nè, come è noto, la dimostrazione dell'intento speculativo (come presupposto per l'inclusione delle plusvalenze nella base imponibile dell'imposta personale sul reddito) è basata su criteri oggettivi. Quest'ultima, infatti, spetta all'Amministrazione finanziaria ed è anche la difficoltà di provare l'esistenza di una intenzione speculativa ciò che consente, nel sistema tributario italiano, ampi margini di esenzione delle plusvalenze realizzate dal pagamento dell'imposta personale sul reddito.

Fanno eccezione, nel senso di essere ritenuti "in ogni caso fatti con fini speculativi, senza possibilità di prova contraria", alcuni atti di compra-vendita esplicitamente elencati nel citato art.76 (3° comma), a cui vanno aggiunti quelli previsti dall'art. 3 (11° comma) del decreto n.853 del 19.12.1984 (convertito, con modificazioni, nella legge n.17 del 17.2.1985). Detto articolo considera "in ogni caso fatti con fini speculativi, senza possibilità di prova contraria, le cessioni a titolo oneroso, compresi i conferimenti, in società, di

partecipazioni sociali, escluse quelle acquisite per successione o donazioni, superiori al 2%, al 10% o al 25% del capitale della società partecipata, secondo che si tratti di azioni ammesse alla borsa, o al mercato ristretto, di altre azioni o di partecipazioni azionarie... La disposizione non si applica se il periodo di tempo intercorso tra la data dell'ultimo acquisto a titolo oneroso ...e la data della cessione o della prima cessione è superiore a cinque anni". Le plusvalenze che derivano da questi atti di compra-vendita sono tassate come reddito ordinario.

2.3 Deducibilità degli interessi passivi dalla base imponibile dell'imposta sulle società.

In linea generale, tutti i sistemi tributari esaminati consentono la deducibilità dall'imponibile dell'imposta sulle società degli interessi corrisposti sul capitale preso a prestito, che sono dunque assimilati ai costi di esercizio.

Ancorchè nell'ambito di questa analisi si ipotizzi che la società consegua utili (al lordo degli interessi) sufficienti a remunerare il capitale preso a prestito si ricorda, tuttavia, che, nel caso in cui i ricavi complessivi non fossero di ammontare sufficiente da consentire la completa deduzione dei costi (comprensivi degli interessi passivi), è prevista, dalla legislazione fiscale di ognuno dei paesi considerati, la possibilità di riporto delle perdite sugli esercizi successivi (carry forward). In taluni paesi, inoltre, il riporto delle perdite è concesso anche sugli esercizi anteriori (carry back)⁴⁰.

Alcune importanti eccezioni alla facoltà, concessa alle

imprese, di dedurre dall'imponibile gli interessi passivi corrisposti sul capitale preso a prestito sono presenti, ad esempio, nel sistema tributario francese ed in quello italiano: in Francia, la deducibilità degli interessi passivi è limitata se questi sono corrisposti su prestiti sottoscritti da azionisti; in Italia, invece, la limitata deducibilità degli interessi passivi dipende dalla presenza, nel conto economico delle imprese, di redditi esenti da imposta. A questo proposito è opportuno aprire una parentesi per ricordare che:

- in sede di riforma tributaria (artt. 58 e 61 del Dpr n.597/73), recependo quanto previsto nel previgente regime delle società tassate in base a bilancio, si stabilì, per gli interessi passivi e per le spese generali (ovvero per quegli oneri non suscettibili di imputazione specifica in sede di determinazione del reddito), una deducibilità limitata dalla base imponibile dell'imposta sulle società. Più precisamente, si consentì detta deducibilità in base ad un coefficiente che diveniva tanto più basso quanto più elevato era, nel conto economico della società, la proporzione fra ricavi esenti da imposta (derivanti, ad esempio, dal possesso di titoli del debito pubblico) e ricavi complessivi;

- con il decreto n. 791 del 28.11.1984 (convertito con modificazioni nella legge n.6 del 25.1.1985) la normativa appena richiamata è stata radicalmente modificata soprattutto per evitare che continuasse a sussistere, per le imprese, una convenienza, di mera natura fiscale, ad indebitarsi per acquisire titoli del debito pubblico (esenti da imposta).

Pur senza entrare nel merito degli effetti indotti da questo decreto⁴, ci limitiamo a ricordare, a questo proposito che, se si prescinde dal periodo transitorio -dovuto alla presenza, nel portafoglio delle imprese, di titoli emessi prima del decreto

stesso- si possono configurare, per quanto riguarda la deducibilità degli interessi passivi e delle spese generali, due situazioni alternative:

- se nel conto economico della società gli interessi passivi superano o uguagliano i proventi esenti⁴², gli interessi passivi eccedenti tali proventi, così come le spese generali, sono integralmente deducibili a fini fiscali;

- se, viceversa, gli interessi passivi sono inferiori ai redditi esenti, non è concessa alcuna deducibilità dei primi dalla base imponibile delle imposte sulla società, mentre le spese generali possono essere portate in detrazione secondo il seguente coefficiente: $\beta = RT/(RT+RE-IP)$, dove RT sono i ricavi imponibili, RE i ricavi esenti e IP gli interessi passivi (che in questo caso coincidono con gli interessi non deducibili).

Poichè quest'ultimo caso (che vale unicamente per le società con un ammontare di interessi passivi inferiore ai redditi esenti) dovrebbe riguardare una minoranza delle imprese (appartenenti, tra l'altro, al comparto assicurativo) si ipotizzerà, in questa parte del lavoro, che in Italia, al pari di quanto accade negli altri paesi, gli interessi passivi corrisposti sui prestiti emessi per finanziare un investimento addizionale siano interamente deducibili dall'imponibile dell'imposta dovuta dalle società.

2.4 La tassazione degli interessi percepiti da un risparmiatore-persona fisica sulle obbligazioni emesse dalle imprese e sui depositi bancari.

Nella tabella 4 sono sintetizzate le principali caratteristiche dei sistemi di tassazione previsti negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Francia, nella Germania Federale e in Italia per gli interessi percepiti da un risparmiatore individuale sia sulle obbligazioni emesse dalle imprese private, sia sugli interessi corrisposti sui depositi detenuti presso il sistema bancario⁴³.

Come si nota dalla tabella, in tre dei cinque paesi considerati -Stati Uniti, Regno Unito e Germania Federale- è previsto (se si prescinde da una recente normativa, di cui ora diremo, introdotta nel Regno Unito per i depositi bancari) un medesimo trattamento fiscale di questi redditi da capitale: in ognuno di questi paesi gli interessi, siano essi corrisposti su obbligazioni o su depositi bancari, concorrono a formare la base imponibile dell'imposta personale progressiva sul reddito.

Fanno parzialmente eccezione, come si è appena accennato, gli interessi corrisposti sui depositi bancari che, nel Regno Unito, a partire dall'anno 1985/86, sono tassati secondo il medesimo regime da tempo previsto per gli interessi corrisposti dalle Building Societies. Il meccanismo, che si applica tuttavia ai soli depositi superiori ad un certo ammontare, può essere sinteticamente descritto nel modo che segue. Sugli interessi corrisposti al depositante viene applicata una ritenuta alla fonte in base ad una aliquota (il cosiddetto "composite rate") che, per il metodo con cui viene calcolata, tende ad essere inferiore, seppur di poco, alla aliquota base dell'imposta personale sul reddito (30%)⁴⁴. La ritenuta esaurisce il debito di imposta (ovvero è a titolo definitivo) per quei contribuenti

Tab. 4. La tassazione degli interessi percepiti da un risparmiatore-persona fisica.

paese	interessi sulle obbligazioni	interessi sui depositi bancari
STATI UNITI	tassati come reddito ordinario	tassati come reddito ordinario
REGNO UNITO	tassati come reddito ordinario	tassati come reddito ordinario e, dall'esercizio 1985/86 in base al "composite rate"
FRANCIA	tassati come reddito ordinario o, alternativamente, con una ritenuta definitiva del 25%	tassati come reddito ordinario o, alternativamente, con una ritenuta definitiva del 45%
GERMANIA FEDERALE	tassati come reddito ordinario	tassati come reddito ordinario
ITALIA	tassati con una ritenuta a titolo di imposta del 12.5%	tassati con una ritenuta a titolo di imposta del 25%

che sono esenti dall'imposta personale sul reddito e per quelli assoggettati a detta imposta con l'aliquota base del 30%. I contribuenti con una aliquota dell'imposta personale sul reddito superiore al 30%, invece, dovranno versare un tributo addizionale. Quest'ultimo è calcolato applicando agli interessi percepiti, al lordo di un credito di imposta pari ai $\frac{3}{7}$ degli interessi medesimi, la differenza fra l'aliquota marginale del contribuente e quella base (30%). L'effetto di questo sistema di imposizione, rispetto ad una tassazione degli interessi in base alla aliquota marginale dell'imposta sul reddito, è quello di penalizzare coloro che sono esenti dal pagamento dell'imposta personale: a questi contribuenti è infatti preclusa ogni possibilità di rimborso della ritenuta effettuata alla fonte. Per coloro che sono soggetti ad una aliquota marginale dell'imposta sul reddito uguale o superiore all'aliquota base (30%) dell'imposta personale vi è, invece, un vantaggio, che è tanto più elevato quanto più il "composite rate" è inferiore all'aliquota base del 30%.

In Francia è concesso al contribuente, sia per gli interessi percepiti sui prestiti obbligazionari, sia per quelli derivanti da depositi bancari, la possibilità di optare fra due diversi regimi di tassazione: l'inclusione nella base imponibile dell'imposta personale (e dunque la tassazione in base all'aliquota marginale dell'imposta sul reddito) o, alternativamente, il pagamento di una ritenuta a titolo definitivo, pari rispettivamente al 45% per gli interessi corrisposti sui depositi bancari e al 25% per quelli corrisposti sulle obbligazioni emesse dalle imprese private.

Un sistema analogo, di ritenute alla fonte a titolo di imposta, è previsto anche nel sistema tributario vigente in Italia. Non può essere esercitata, in questo paese, l'opzione fra il pagamento dell'imposta personale e le ritenute a titolo definitivo, ma queste ultime sono molto basse: circa la metà di quelle fissate nella legislazione francese. E' noto, infatti, che attualmente sugli interessi bancari è effettuata, in Italia, una ritenuta del 25% (a titolo definitivo, per le persone fisiche), mentre sugli interessi obbligazionari è operata una ritenuta (sempre a titolo definitivo, per le persone fisiche) pari al 12.5%.

2.5 Costo di un finanziamento con capitale proprio (autofinanziamento ed emissione di nuove azioni) e con indebitamento (emissione di obbligazioni e indebitamento presso gli intermediari creditizi).

Utilizzando le informazioni raccolte (sintetizzate nelle tabelle 2, 3 e 4) e le espressioni ricavate nel primo capitolo, per diversi sistemi di tassazione delle società di capitali, verranno ora calcolati:

- il rendimento lordo p che dovrebbe essere ottenuto, in ciascuno dei paesi considerati, da una società, su un progetto di investimento finanziato alternativamente con indebitamento e con capitale proprio, per potere assicurare al risparmiatore finale (ovvero a colui che ha offerto i fondi necessari all'investimento stesso) un medesimo rendimento netto pari al 5%;
- l'incidenza fiscale complessiva t sui redditi derivanti da un investimento finanziato con le modalità alternative di cui si è appena detto.

Mentre i risultati delle elaborazione effettuate, riportati

nella tabella 5, saranno commentati nel paragrafo successivo, in questo verranno fornite alcune informazioni necessarie per una corretta lettura dei medesimi.

Nell'ipotesi di finanziamento con nuovo capitale azionario, poichè tutti i paesi includono i dividendi nella base imponibile dell'imposta personale, si sono calcolati (tabella 5.a) i valori di p e di t in corrispondenza di diverse aliquote dell'imposta personale: per tutti i paesi si è partiti da una ipotetica aliquota del 20%, indipendentemente dalla aliquota base vigente, mentre l'aliquota massima considerata coincide, per ogni paese, con quella effettivamente prevista dalla normativa tributaria.

Nell'ipotesi di autofinanziamento, i calcoli relativi al rendimento lordo p e all'incidenza fiscale t sono stati ricavati (tabella 5.b) assumendo che:

- nella Germania Federale, in Italia e in Francia, dato il limitato ambito di applicazione della tassazione sulle plusvalenze, queste di fatto siano esenti da imposta;

- nel Regno Unito e negli Stati Uniti, la tassazione delle plusvalenze oscilli tra un valore minimo, calcolato nell'ipotesi che l'imposta sui guadagni di capitale sia elusa (ad esempio, evitando di realizzare i guadagni medesimi) ed uno massimo calcolato, per il Regno Unito, in corrispondenza dell'aliquota legale sulle plusvalenze realizzate (30%) e, per gli Stati Uniti, in corrispondenza di due aliquote, pari rispettivamente al 20% e al 32%. Come si ricorderà, queste due aliquote sono quelle massime con cui, secondo la legislazione fiscale statunitense, possono essere tassate le plusvalenze realizzate (su attività detenute per più di sei mesi) nell'ipotesi, rispettivamente, che il contribuente sia sottoposto all'aliquota marginale più elevata dell'imposta personale sul reddito (50%) e che, in

Tab. 5. Finanziamento con capitale di rischio (emissione di nuove azioni e autofinanziamento) e con indebitamento (emissione di obbligazioni e indebitamento bancario): rendimento percentuale lordo in testa alla società per assicurare ad un risparmiatore-persona fisica un rendimento netto del 5%; incidenza fiscale complessiva in percentuale del rendimento lordo.

a) Finanziamento con capitale di rischio: emissione di nuove azioni.

aliquota dell'im- posta perso- nale	Stati Uniti		Regno Unito		Francia		Germania Federale		Italia	
	rend. % lordo	inc. fisc. comp.	rend. % lordo	inc. fisc. comp.	rend. % lordo	inc. fisc. comp.	rend. % lordo	inc. fisc. comp.	rend. % lordo	inc. fisc. comp.
20%	11.6%	56.8%	6.7%	25.7%	8.3%	40.0%	6.2%	20%	6.2%	20%
30%	13.2%	62.2%	7.7%	35.0%	9.5%	47.5%	7.1%	30%	7.1%	30%
40%	15.4%	67.6%	9.0%	44.3%	11.1%	55.0%	8.3%	40%	8.3%	40%
50%	18.5%	73.0%	10.8%	53.6%	13.3%	62.5%	10.0%	50%	10.0%	50%
56%			12.2%	59.1%	15.1%	67.0%	11.4%	56%	11.4%	56%
60%			13.5%	62.9%	16.7%	70.0%			12.5%	60%
65%					19.0%	73.7%			14.3%	65%

b) Finanziamento con capitale di rischio: autofinanziamento.

aliquota dell'im- posta sulle plusva- lenze	Stati Uniti		Regno Unito		Francia		Germania Federale		Italia	
	rend. % lordo	inc. fisc. comp.	rend. % lordo	inc. fisc. comp.	rend. % lordo	inc. fisc. comp.	rend. % lordo	inc. fisc. comp.	rend. % lordo	inc. fisc. comp.
0	9.3%	46.0%	7.7%	35.0%	10.0%	50.0%	11.4%	56.0%	7.8%	36.0%
20%	11.6%	56.8%								
30%			11.0%	54.5%						
32%	13.6%	63.3%								

continua tab. 5

c) Finanziamento con debito: emissione di obbligazioni.

aliquota dell'im- posta sugli interessi obbliga- zionari	Stati Uniti		Regno Unito		Francia		Germania Federale		Italia	
	rend.	inc.	rend.	inc.	rend.	inc.	rend.	inc.	rend.	inc.
	% lordo	fisc. comp.	% lordo	fisc. comp.	% lordo	fisc. comp.	% lordo	fisc. comp.	% lordo	fisc. comp.
12.5%									5.7%	12.5%
20.0%	6.2%	20.0%	6.2%	20.0%	6.2%	20.0%	6.2%	20.0%		
25.0%					6.6%	25.0%				
30.0%	7.1%	30.0%	7.1%	30.0%			7.1%	30.0%		
40.0%	8.3%	40.0%	8.3%	40.0%			8.3%	40.0%		
50.0%	10.0%	50.0%	10.0%	50.0%			10.0%	50.0%		
56.0%			11.4%	56.0%			11.4%	56.0%		
60.0%			12.5%	60.0%						

d) Indebitamento presso il sistema creditizio.

aliquota dell'im- posta sugli interessi bancari	Stati Uniti		Regno Unito		Francia		Germania Federale		Italia	
	rend.	inc.	rend.	inc.	rend.	inc.	rend.	inc.	rend.	inc.
	% lordo	fisc. comp.	% lordo	fisc. comp.	% lordo	fisc. comp.	% lordo	fisc. comp.	% lordo	fisc. comp.
20.0%	6.2%	20.0%	6.2%	20.0%	6.2%	20.0%	6.2%	20.0%		
25.0%									6.6%	25.0%
30.0%	7.1%	30.0%	7.1%	30.0%	7.1%	30.0%	7.1%	30.0%		
40.0%	8.3%	40.0%	8.3%	40.0%	8.3%	40.0%	8.3%	40.0%		
45.0%					9.1%	45.0%				
50.0%	10.0%	50.0%	10.0%	50.0%			10.0%	50.0%		
56.0%			11.4%	56.0%			11.4%	56.0%		
60.0%			12.5%	60.0%						

aggiunta, sconti anche (sulla porzione delle plusvalenze escluse dall'imponibile dell'imposta personale) la "minimum tax" ad aliquota pari al 20%.

Precisazioni più dettagliate sono necessarie per quanto riguarda l'ipotesi di finanziamento con indebitamento che, come già si era annunciato, contempla sia il caso dell'indebitamento tramite emissione diretta di titoli obbligazionari (tabella 5.c), sia quello indiretto che avviene per il tramite degli intermediari creditizi (tabella 5.d).

In entrambi i casi si è fatto uso delle medesime espressioni ricavate nel paragrafo 1.2.1 per evidenziare il rendimento p_s e l'aliquota t_s , ponendo il coefficiente α (che, si ricorda, misura il grado di deducibilità degli interessi passivi dall'imponibile della società) uguale ad uno e dunque ipotizzando che la società possa godere interamente della facoltà concessa (in linea generale in tutti i sistemi tributari considerati) di dedurre dal proprio imponibile gli interessi corrisposti sul capitale preso a prestito.

L'utilizzo di queste espressioni anche nell'ipotesi di indebitamento presso il sistema creditizio comporta, è opportuno sottolinearlo, l'assunzione che gli intermediari creditizi, agendo in un mondo perfettamente competitivo, non guadagnino, al margine, extra-profitti⁴⁵. Questa ipotesi consente, infatti, di prescindere, nel calcolo dell'incidenza fiscale complessiva sul costo di un finanziamento tramite indebitamento presso gli intermediari creditizi, dalle imposte dovute da questi ultimi sugli utili lucrati nel processo di intermediazione.

Discende, dalle assunzioni di cui si è appena detto, che le sole imposte che contribuiscono a determinare il cuneo fra rendimenti lordi (sull'investimento) e netti (sul risparmio) sono,

rispettivamente per ciascuno dei due casi di indebitamento considerati, quelle personali dovute sugli interessi percepiti sui prestiti obbligazionari, da un lato e quelle dovute sugli interessi corrisposti sui depositi bancari, dall'altro.

Nel caso del Regno Unito non si è tenuto conto, per calcolare i risultati riportati nella tabella 5.d, della norma introdotta recentemente per la tassazione degli interessi corrisposti sui depositi bancari: per un contribuente non esente da imposta la differenza fra il nuovo sistema di tassazione e quello precedente (tassazione come reddito ordinario) è, ai nostri fini, trascurabile e si annulla se il "composite rate" coincide con l'aliquota base dell'imposta progressiva sul reddito.

Nel caso della Francia si è ipotizzato che, data la possibilità di optare fra un regime di tassazione degli interessi come reddito ordinario ed uno, alternativo, di ritenute a titolo di imposta (25% per gli interessi obbligazionari e 45% per quelli corrisposti sui depositi bancari), il contribuente opti sempre per la soluzione più conveniente dal mero punto di vista fiscale (cioè per la tassazione come reddito ordinario fintantoché la propria aliquota marginale dell'imposta sul reddito è inferiore alla ritenuta definitiva per cui ogni contribuente può optare).

In generale, per i paesi che prevedono una tassazione degli interessi come reddito ordinario, i risultati riportati nelle tabb. 5.c e 5.d sono stati calcolati solo in corrispondenza delle aliquote dell'imposta personale sul reddito già evidenziate nella tab. 5.a (costo di un finanziamento con emissione di titoli azionari).

Un'ultima precisazione deve essere fatta con riferimento al caso italiano.

E' noto che nel sistema finanziario italiano larga parte dell'indebitamento delle imprese è collocato presso gli Istituti di credito speciale, i quali si finanziano prevalentemente emettendo obbligazioni sul mercato mobiliare e concedendo mutui alle imprese.

Attualmente, gli interessi corrisposti sui prestiti obbligazionari emessi dagli Istituti di credito speciale sono assoggettati ad una ritenuta (definitiva, se il detentore delle obbligazioni è una persona fisica) del 12.5%, esattamente uguale a quella operata sugli interessi corrisposti alle obbligazioni emesse dalle imprese private.

Sembrerebbe pertanto possibile concludere che l'incidenza fiscale sul costo di un indebitamento presso un Istituto di credito speciale è la medesima di quella che si avrebbe se l'indebitamento avvenisse, invece, tramite l'emissione diretta di obbligazioni da parte dell'impresa.

Occorre, tuttavia, ricordare che mentre i prestiti a breve termine non sono praticamente tassati, quelli a medio e lungo termine (cioè con durata contrattuale superiore a diciotto mesi) sono assoggettati ad una imposta sostitutiva commisurata, con una aliquota ordinaria del 2%⁴⁶, all'ammontare del finanziamento contratto. Ciò fa sì che il costo di un mutuo, per l'impresa che desidera effettuare un investimento unitario sia:

$$(28) \quad M = \frac{1}{(1 - t_m)}$$

dove con t_m si indica l'aliquota dell'imposta sostitutiva e con M il costo effettivo del mutuo per l'impresa (nell'ipotesi di traslazione dell'imposta medesima sul beneficiario del mutuo).

E' possibile dimostrare (Mieli, 1984) che:

- l'onerosità di questa imposta sostitutiva, espressa in

termini di "aggravio implicito del tasso di interesse" dipende sia dal tasso a cui è concesso il mutuo, sia dalla durata del mutuo stesso;

- all'aumentare della durata del mutuo l'aggravio dovuto all'imposta sostitutiva tende a ridursi e a convergere ad un valore unico indipendentemente dal tasso di interesse a cui è concesso il mutuo.

Al limite, ipotizzando una durata del mutuo illimitata, l'onere imputabile all'imposta sostitutiva, in percentuale del rendimento lordo in testa alla società, sarà misurata dalla aliquota del 2% dell'imposta sostitutiva stessa. Detto altrimenti, se il tasso di interesse sul mutuo contratto dall'impresa presso l'istituto di credito è il 5%, l'impresa, sul progetto di investimento, dovrà guadagnare (data l'esistenza dell'imposta sostitutiva) almeno il 5.1%, nell'ipotesi di un mutuo di durata illimitata e tassi via via crescenti al ridursi della durata del mutuo stesso.

Ne deriva che l'incidenza fiscale complessiva sui redditi provenienti da un investimento finanziato tramite l'accensione di un mutuo presso un Istituto di credito speciale che si finanzia, a sua volta, emettendo obbligazioni sul mercato, sarà superiore (data l'esistenza dell'imposta sostitutiva commisurata al mutuo) all'aliquota effettiva di imposta che grava su un finanziamento diretto tramite emissioni di obbligazioni da parte dell'impresa. Infatti, alla aliquota minima del 2%, di cui si è detto, occorre aggiungere la ritenuta (definitiva per una persona fisica) del 12.5% operata dall'Istituto di credito (così come da una impresa privata) sugli interessi corrisposti sui propri prestiti obbligazionari. Il cuneo fiscale minimo (cioè per un mutuo di durata illimitata), in percentuale del rendimento lordo

ottenuto dalla società sull'investimento, sarà dunque pari, nel caso di finanziamento tramite un istituto abilitato al credito a medio e lungo termine a: $t_m + t_o(1 - t_m)$; cioè, date le aliquote legali in vigore, al 14.25%.

2.6 Le distorsioni indotte sulle decisioni delle imprese dai sistemi tributari concretamente adottati per la tassazione delle attività finanziarie.

Ancorchè sia chiaro, dopo quanto detto nel paragrafo precedente, che i dati riportati nella tabella 5 devono essere interpretati con notevole cautela, essi possono tuttavia ritenersi indicativi sia del grado di incentivo (o di disincentivo) al risparmio e all'investimento indotto dalle normative concretamente adottate nei paesi considerati per la tassazione delle attività finanziarie emesse dalle imprese, sia della convenienza relativa in ciascuno di questi paesi a ricorrere a forme alternative di finanziamento di un medesimo progetto di investimento.

Una prima considerazione, che emerge immediatamente osservando la tabella 5, riguarda l'ampia varietà dei rendimenti lordi che devono essere ottenuti da una società, su un investimento finanziato alternativamente con debito o capitale proprio, per potere garantire, in ciascuno dei paesi considerati, un medesimo rendimento netto al risparmiatore finale che offre i fondi necessari all'investimento stesso.

Posto un rendimento netto del 5%, i valori di questi rendimenti lordi sono compresi fra un minimo del 5.7% nel caso dell'Italia, se il finanziamento avviene con prestiti obbligazionari (tabella 5.c) ed un massimo del 19.0%, nel caso della Francia, se il finanziamento avviene con emissione di

nuove azioni sottoscritte da un azionista il cui reddito è soggetto alla aliquota marginale più elevata dell'imposta personale (tabella 5.a).

Date le aliquote legali, si passa, per ciascuno dei due casi estremi appena indicati, da una aliquota effettiva di imposta minima del 12.5% ad una massima del 73.7%.

Un'altra considerazione emerge immediatamente dall'osservazione della tabella 5: in nessuno dei paesi considerati la tassazione delle attività finanziarie è tale da rendere indifferente per l'impresa il ricorso a forme alternative di raccolta del risparmio per il finanziamento di un medesimo progetto di investimento: seppure con intensità diversa, tutti i paesi considerati adottano sistemi di tassazione che tendono ad incentivare il ricorso al capitale di debito.

Fa eccezione, in parte, la Germania Federale, il cui sistema tributario riserva un medesimo trattamento ai dividendi -che godono di un credito totale di imposta e sono dunque tassati unicamente in base all'aliquota marginale dell'imposta personale⁴⁷ - e agli interessi -che sono deducibili dall'imponibile dell'imposta sulle società, ma sono tassati, in testa al percettore, come reddito ordinario.

Come si è visto nel paragrafo precedente, tuttavia, un sistema di credito totale ai dividendi non può mai essere "neutrale" rispetto alle decisioni finanziarie delle imprese, a meno di non trasformarsi in un sistema di totale integrazione: per non incentivare il ricorso ad alcuna delle forme alternative di finanziamento degli investimenti considerate, il sistema tributario tedesco dovrebbe dunque tassare anche gli utili trattenuti dalla società, così come i dividendi e gli interessi, in base all'aliquota marginale dell'imposta personale sul

reddito. Gli utili tratti presso la società, invece, sono tassati con una aliquota proporzionale del 56%. Poiché quest'ultima coincide con l'aliquota marginale più elevata dell'imposta personale, si può dire che il sistema tributario della Germania Federale non discrimina fra finanziamento con indebitamento e con capitale proprio solo se il reddito degli azionisti rientra nello scaglione più elevato stabilito ai fini della tassazione personale. Per redditi più bassi, infatti (ovvero per aliquote dell'azionista inferiori all'aliquota marginale più elevata) il costo-opportunità di un finanziamento con fondi interni è superiore a quello associabile ad un finanziamento esterno tramite emissione di titoli sia azionari, sia obbligazionari.

Inoltre, da un esame più attento delle norme contenute nel sistema tributario tedesco, emerge che anche la scelta fra le due forme esterne di finanziamento degli investimenti di cui si è appena detto non è del tutto indifferente per l'impresa. Si ricorderà, infatti, che riveste una particolare importanza, nella Germania Federale, l'imposta patrimoniale: quest'ultima, essendo commisurata al patrimonio netto, non contribuisce ad allargare il cuneo di imposta fra rendimenti lordi (sull'investimento) e netti (sul risparmio) se l'investimento è finanziato con indebitamento, mentre contribuisce a determinare detto "cuneo", se il finanziamento avviene con capitale proprio.

Anche nel Regno Unito la discriminazione fiscale a favore dell'indebitamento è, relativamente agli altri paesi, contenuta: nel caso di un risparmiatore assoggettato rispettivamente all'aliquota base dell'imposta personale sul reddito vigente in quel paese (30%) e a quella più elevata (60%), l'incidenza

fiscale complessiva oscilla fra un valore minimo del 30% ed uno massimo del 60%, se il finanziamento del progetto di investimento avviene con indebitamento e fra un valore minimo del 35% ed uno massimo del 62.9%, se l'impresa si finanzia emettendo nuovi titoli azionari. Nell'ipotesi di autofinanziamento, invece, per le ipotesi fatte (di cui si è detto nel precedente paragrafo), l'incidenza fiscale complessiva sui redditi prodotti dalla società passa da un valore minimo del 35% ad uno massimo del 54.5%.

I risultati di cui si è appena detto (che sono quelli riportati nella tabella 5) tengono conto, è opportuno sottolinearlo, delle modificazioni introdotte, nel Regno Unito, con il bilancio per il 1984-85, con cui, come si ricorderà, si è progressivamente ridotta (dal 52% al 35%) l'aliquota dell'imposta sulle società, mantenendo inalterato (al 30%) il tasso di imputazione da cui dipende il credito di imposta concesso ai dividendi. Ciò ha ridotto, in modo nient'affatto trascurabile l'incidenza fiscale sul finanziamento con capitale di rischio che, nella situazione pre-riforma oscillava, infatti, da un valore minimo del 52% ad uno massimo, rispettivamente del 72.6%, nell'ipotesi di finanziamento con nuovo capitale azionario e del 66.4%, nell'ipotesi di autofinanziamento.

Negli Stati Uniti, in Francia e in Italia, seppure per motivi anche molto diversi fra loro, il finanziamento tramite indebitamento, piuttosto che capitale proprio, è molto più avvantaggiato di quanto appena osservato per Germania e Regno Unito.

Negli Stati Uniti, il motivo da cui ciò dipende è

essenzialmente l'esistenza di un sistema di tassazione classico che, diversamente da quanto sarebbe richiesto per rispettare i requisiti di "neutralità" discussi al termine del capitolo precedente, consente la deducibilità degli interessi passivi dall'imponibile delle imposte sulle società. Ciò fa sì che, nell'ipotesi di un finanziamento con capitale di debito, l'incidenza fiscale, limitata alle sole imposte personali, non superi il 50% del rendimento lordo. Viceversa, sugli utili distribuiti grava, oltre all'aliquota marginale dell'imposta personale sul reddito, anche quella dell'imposta sulle società: l'incidenza fiscale complessiva può raggiungere un valore massimo del 73% del rendimento lordo.

Anche l'autofinanziamento, invero, nonostante le agevolazioni concesse in sede di tassazione delle plusvalenze, non sembra essere, relativamente all'indebitamento, particolarmente avvantaggiato, nel regime tributario statunitense. Infatti, anche ipotizzando una completa elusione dell'imposta sui guadagni di capitale (nel caso, ad esempio, di non realizzazione dei medesimi), sugli utili trattenuti presso la società grava comunque l'onere della Federal corporation income tax: il differenziale, rispetto all'incidenza fiscale massima su un finanziamento con indebitamento, è di soli quattro punti percentuali.

A differenza del caso, appena discusso, degli Stati Uniti, in Francia e in Italia il vantaggio fiscale concesso al finanziamento con indebitamento deriva principalmente dall'esistenza di imposte cedolari sugli interessi, a fronte di una tassazione come reddito ordinario dei dividendi.

Per la Francia⁴⁸, nonostante la presenza di un sistema di imputazione parziale sugli utili distribuiti e di un ambito di

tassazione limitato per le plusvalenze realizzate sul capitale azionario, si osserva una incidenza complessiva che va da un minimo del 40% ad un massimo del 73.7% (a seconda che l'aliquota marginale dell'azionista sia, ad esempio, il 20% o quella massima, pari al 65%), nel caso di finanziamento con nuove azioni e che è pari al 50% (l'aliquota dell'imposta sulle società), nell'ipotesi di autofinanziamento.

Viceversa, l'aliquota effettiva di imposta, nel caso di finanziamento con indebitamento (data la deducibilità degli interessi passivi in sede di tassazione delle società e data la facoltà concessa al percettore degli interessi di optare per una cedolare secca) non supera il 25%, se l'indebitamento avviene tramite emissione diretta di obbligazioni ed è pari al massimo al 45%, se l'indebitamento medesimo avviene per il tramite di un intermediario creditizio.

Infine, il caso dell'Italia, che si caratterizza per essere il più "estremo" fra quelli considerati: l'aliquota dell'imposta sulle società è la più bassa fra quelle in vigore nei paesi considerati, ad eccezione del Regno Unito (se si considerano gli effetti della riforma introdotta con il bilancio per il 1984-85); il credito di imposta concesso sui dividendi è "totale" e dunque la tassazione di questi redditi da capitale è più favorevole (a parità di aliquota dell'imposta personale) di quella vigente non solo negli Stati Uniti, ma anche in Francia e nel Regno Unito; la tassazione delle plusvalenze ha un ambito di applicazione estremamente limitato e, soprattutto, può essere facilmente elusa.

Ciò nonostante, il finanziamento con capitale azionario è fortemente discriminato rispetto a quello con indebitamento. Nel

primo caso, infatti, l'incidenza fiscale complessiva è pari al 36% se l'investimento viene finanziato con accantonamento di utili e può raggiungere un massimo del 65% se il medesimo investimento viene finanziato tramite emissione di nuovo capitale azionario. Nel caso di finanziamento con indebitamento, invece, l'incidenza fiscale complessiva è pari al 12.5%, nel caso di emissione diretta di obbligazioni, può approssimarsi ad un valore minimo del 14.25% se il finanziamento avviene contraendo un mutuo presso un Istituto abilitato al credito a medio e lungo termine ed è il 25%, se il finanziamento è a breve, presso un istituto di credito ordinario.

Si può dunque concludere, con riferimento al caso italiano, che l'introduzione del credito totale di imposta sui dividendi non è servita, date le agevolazioni concesse in sede di tassazione personale degli interessi, a rimuovere la discriminazione complessivamente esercitata dal sistema tributario nei confronti del finanziamento con capitale di debito.

In Italia, più che altrove, la normativa tributaria tende ad incentivare il ricorso da parte delle imprese al finanziamento con capitale di rischio.

Tra le tre forme di indebitamento considerate, quella che attualmente risulta essere privilegiata, dal punto di vista del trattamento fiscale, è il collocamento diretto di titoli obbligazionari presso il pubblico dei risparmiatori.

Come è noto, la normativa introdotta con la riforma tributaria privilegiava, invece (e anche in modo rilevante), l'indebitamento delle imprese presso il sistema creditizio⁴⁹: la ritenuta sugli interessi dei prestiti obbligazionari ammontava infatti al 10%, se l'ente emittente era un Istituto di credito

speciale, mentre era il 30% se l'emittente era una impresa privata (cfr. l'originario art.26 del Dpr n.600 del 29.9.1973, che regola la materia); l'aliquota dell'imposta sostitutiva sugli interessi corrisposti sui depositi bancari era il 15%.

Successivamente, la discriminazione relativa al trattamento fiscale degli interessi obbligazionari è stata, prima, attenuata -dall'art.12 della legge n.576 del 2.12.1975, che ha ridotto dal 30% al 20% la ritenuta da operarsi sugli interessi corrisposti agli obbligazionisti delle imprese private- e, poi, definitivamente annullata, a decorrere dall'1.10.1982, in base alla legge n.676 del 27.11.1981 (di conversione del decreto n.540 del 28.9.1981)⁵⁰. L'aliquota unica, originariamente fissata al 10% (a cui occorre aggiungere, tuttavia, per gli anni 1982, 1983 e 1984, l'addizionale dell'8%⁵¹), viene infine elevata, con la già citata legge n.649/83, dal 10% al 12.5%, ma unicamente per i titoli emessi dall'1.1.1984. Con la medesima legge viene elevata anche, al 25%, l'aliquota dell'imposta sostitutiva sugli interessi bancari, che aveva già subito, comunque, ripetute revisioni verso l'alto dal valore inizialmente stabilito con la riforma tributaria.

Va ricordato, infine, il progressivo aumento, dallo 0.75% al 2% -quest'ultimo, a decorrere dall'1.1.1983, in base al decreto n.953 del 30.12.1982, convertito, con modificazioni, nella legge n. ... del)- dell'aliquota dell'imposta sostitutiva commisurata ai mutui a medio e lungo termine.

La legislazione appena ricordata ha evidentemente avuto l'effetto non solo di eliminare, ma addirittura di "invertire" la convenienza fiscale inizialmente concessa dalla riforma tributaria all'indebitamento presso gli intermediari creditizi piuttosto che tramite emissione diretta di obbligazioni da parte

dell'impresa. Ciò, tuttavia, non garantisce che possa attuarsi un processo di disintermediazione nel finanziamento delle imprese attraverso capitale di debito a favore di un collocamento del medesimo presso il pubblico dei risparmiatori.

E' noto, infatti, che le operazioni di credito agevolato avvengono per il tramite degli intermediari creditizi, principalmente gli Istituti di credito speciale: esiste dunque una convenienza, di tipo non fiscale, all'indebitamento "indiretto" da parte dell'impresa.

Inoltre, vi è un vincolo normativo all'emissione di obbligazioni private, che non può essere di "somma eccedente il capitale versato ed esistente secondo l'ultimo bilancio approvato" (art. 2410 c.c.), mentre è libero il ricorso al credito bancario: "quindi la forma più instabile del credito non è regolata, mentre quella obbligazionaria, cioè la più stabile, è eccessivamente costretta" (Baffi, 1985, p. 244).

2.7 I provvedimenti per ridurre la convenienza all'indebitamento.

Le potenziali distorsioni indotte dai sistemi tributari concretamente adottati sulle decisioni finanziarie delle imprese, -di cui si è detto nel paragrafo precedente- hanno stimolato, nei paesi considerati, ma soprattutto nel Regno Unito e negli Stati Uniti, ampi e vivaci dibattiti a cui hanno fatto seguito, di frequente, sia provvedimenti specifici, sia riforme a carattere più generale.

Ad esempio, nel Regno Unito, allo scopo di incentivare l'investimento in azioni emesse da piccole società che intraprendono attività nuove e/o particolarmente rischiose, è

stato introdotto, con il Finance Act per il 1981, il cosiddetto "Business Start Up Scheme". Successivamente modificato e ridenominato "Business Expansion Scheme", questo sistema, che si applica a società almeno inizialmente non quotate in borsa, prevede attualmente la possibilità di dedurre dalla base imponibile dell'imposta personale l'ammontare delle azioni sottoscritte in queste società, entro un limite massimo di 40.000 sterline. Per potere usufruire dell'agevolazione le azioni devono essere detenute per un periodo di almeno cinque anni.

Anche nella legislazione fiscale francese sono state introdotte, da tempo, norme specifiche, a favore del finanziamento con capitale di rischio, allo scopo di compensare l'incentivo concesso dal sistema tributario al finanziamento con indebitamento.

Una prima norma è quella che consente la deducibilità dalla base imponibile delle imposte sulla società dei dividendi corrisposti sulle nuove azioni emesse (contro pagamento in contanti): inizialmente limitata alle società quotate in borsa, detta agevolazione è stata estesa (da una legge del luglio 1978) a tutte le società per azioni e a responsabilità limitata, per le nuove emissioni effettuate tra il 1.6.1978 e il 31.12.1981. Per potere usufruire dell'agevolazione, il dividendo non doveva superare il 7.5% degli apporti di capitale e l'agevolazione stessa era comunque limitata ad un periodo di sette anni per le azioni ordinarie e di dieci per quelle privilegiate (prima della citata legge del 1978 la società poteva dedurre i dividendi per un periodo di cinque anni successivi alla costituzione della società medesima o all'aumento del capitale). Questo regime è stato successivamente prorogato ed, ancora, ampliato: a partire dal gennaio 1983 la deducibilità dei dividendi è stata liberalizzata

(ovvero non è più limitata al 7.5% degli apporti di capitale) ed è, inoltre, consentita per un periodo di dieci anni.

Un secondo tipo di agevolazione riguarda, invece, l'investimento in azioni da parte di un risparmiatore-persona fisica. Introdotta con una legge del luglio 1978 (legge Monoroy), questa agevolazione consentiva inizialmente la deducibilità, in sede di tassazione personale, a titolo temporaneo ed entro certi limiti (5.000 franchi per un contribuente celibe), delle somme investite in azioni di società francesi quotate in borsa, purché l'investimento in azioni non fosse inferiore a quattro anni. A partire dal gennaio 1983 anche questa forma di agevolazione è stata modificata. Più precisamente, è stata sostituita da un credito di imposta, pari al 25% degli investimenti netti in azioni di società francesi quotate. Il credito, disponibile fino al 31.12.1987, non può superare i 7.000 franchi per un contribuente celibe (14.000 per un contribuente sposato).

Costituiscono, invece, esempi di riforme generali dei sistemi di tassazione delle società di capitali -aventi come finalità una maggiore neutralità del sistema tributario non solo rispetto alle diverse opzioni di finanziamento degli investimenti, ma, più in generale, rispetto alle decisioni fra investimenti alternativi, etc.- sia la riforma, di cui si è più volte detto, introdotta nel Regno Unito con il bilancio per il 1984/85, sia il più ampio progetto (relativo anche alla tassazione personale) presentato negli Stati Uniti, dal Tesoro, nel novembre del 1984⁵².

Nel Regno Unito, ad esempio, oltre alla riduzione dell'aliquota dell'imposta sulle società -che ha notevolmente ridotto, come si è visto, il vantaggio concesso dalla precedente normativa all'indebitamento⁵³- è stato radicalmente ridisegnato il sistema di ammortamento previsto per i diversi

beni capitale: da un sistema che consentiva ammortamenti accelerati (pari al 100% della spesa di investimento, nel caso di macchinari e impianti), si è passati ad un sistema che avvicina le quote di ammortamento deducibili a fini fiscali all'ammortamento economico e riduce, al contempo, la discriminazione fra investimenti in beni capitali diversi (macchinari e impianti, edifici, etc.).

In modo del tutto analogo, il progetto di riforma presentato dal Tesoro statunitense prevede l'abolizione del sistema di ammortamenti accelerati introdotto all'inizio degli anni '80⁵⁴ (nonchè di alcune forme di incentivo agli investimenti quali, ad esempio, il credito di imposta agli investimenti) e la parallela riduzione dell'aliquota della Federal corporation income tax dal 46% al 33%.

Altre proposte contenute in questo progetto, rilevanti ai fini delle decisioni di finanziamento degli investimenti da parte delle imprese, sono: la concessione di una parziale deducibilità (50%) dei dividendi dalla base imponibile delle imposte sulla società; un aggiustamento per tenere conto degli effetti dell'inflazione, sia sugli interessi passivi deducibili a fini fiscali, sia sulle plusvalenze realizzate; la totale inclusione delle plusvalenze realizzate dagli individui nella base imponibile dell'imposta personale; l'accorpamento dei 14 scaglioni in cui è attualmente suddivisa la base imponibile dell'imposta personale in soli tre scaglioni, assoggettati rispettivamente ad aliquote del 15%, del 25% e del 35%; l'abolizione della "minimum tax".

Successivamente modificato - in taluni punti in modo anche sostanziale (la deducibilità dei dividendi, ad esempio, è stata limitata al 10%) - questo progetto di riforma è stato presentato

(nel maggio 1985) dal Presidente Reagan al Congresso⁵⁵ ed è tuttora al centro di un contrastato dibattito.

Gli esempi di cui si è appena detto, relativamente ad alcuni aspetti della più recente evoluzione legislativa in Francia, Regno Unito e Stato Uniti, consentono alcune osservazioni di carattere generale.

Innanzitutto è possibile affermare che, al fine di attenuare o eliminare le interferenze esercitate dal sistema tributario sulle decisioni finanziarie delle imprese è da preferire la strada imboccata nel Regno Unito e negli Stati Uniti, ovvero quella di una modificazione delle norme generali contenute nel sistema tributario piuttosto che quella seguita, ad esempio, in Francia, che mira a compensare l'incentivo concesso al finanziamento con indebitamento concedendo specifiche agevolazioni al finanziamento con capitale proprio.

Come è stato recentemente sostenuto da una Commissione appositamente incaricata, in Francia, di esaminare i problemi relativi alla tassazione del risparmio, le numerose agevolazioni concesse a favore del capitale di rischio (compreso, nell'opinione della Commissione, il meccanismo dell'avoir fiscal) rendono più complesso il sistema tributario, rischiano di essere poco efficaci rispetto all'obiettivo che si prefiggono e sono, invece, particolarmente costose per l'erario. La Commissione, al posto di queste agevolazioni, propone riforme più radicali, quali, ad esempio, la sostituzione dell'avoir fiscal con un meccanismo di deduzione dei dividendi dall'imponibile dell'imposta sulle società, congegnato in modo tale da favorire gli investimenti netti addizionali finanziati con capitale azionario⁵⁶.

Per quanto riguarda la riforma approvata nel Regno Unito,

nonchè quella proposta dal Tesoro negli Stati Uniti, ciò che vale la pena, in questa sede, notare, è come entrambe vadano nella direzione di una riduzione delle aliquote di imposta e, contestualmente, di un allargamento delle basi imponibili (principalmente attraverso l'abolizione dei sistemi di ammortamento accelerati introdotti, negli anni '70, per il Regno Unito e, all'inizio degli anni '80, per gli Stati Uniti).

Il modello di riferimento, tra i due tipi di imposizione che, come si è visto al termine del precedente capitolo, possono essere ritenuti neutrali rispetto alle decisioni delle imprese, è quello che prevede l'ammortamento di tipo economico e la deducibilità dei costi di finanziamento, commisurando così l'aliquota dell'imposta sulle società ad un imponibile-tipo profitto.

Non vuole essere compito di questo lavoro entrare nel merito dei vantaggi (o degli svantaggi) relativi di questo sistema di tassazione delle società di capitali rispetto a quello che assume, invece, come base imponibile il cash-flow di impresa. Ci preme, tuttavia, sottolineare che non solo nella letteratura (cfr., fra gli ultimi, Boadway, Bruce, Mintz, 1983), ma anche in alcuni importanti progetti di riforma sono state avanzate numerose argomentazioni a favore di un sistema di tassazione delle società di capitali del tipo-flusso dei fondi o cash flow.

Nel Regno Unito, ad esempio, una Commissione di studio presieduta da J. Meade si era espressa (cfr. Meade Committee, 1978) a favore di una riforma del sistema di imposizione diretta che andasse nella direzione di assumere come base imponibile dell'imposta sulle società il cash flow e come base imponibile dell'imposta personale una definizione di reddito come consumo⁵⁷. Il motivo che giustifica questo "accoppiamento" fra

una imposta sulle società tipo cash flow e una imposta personale che assume come base imponibile il solo reddito consumato è così espresso dal Meade Committee: "Una delle principali caratteristiche di un sistema di tassazione personale che adotta la spesa come base imponibile è che il rendimento sul risparmio non è tassato a meno che i proventi non siano spesi in beni di consumo. Analogamente, un sistema di tassazione delle società basato sul cash flow comporta che il rendimento sui nuovi investimenti effettuati dalla società non è tassato a meno che non sia distribuito e che non sia reinvestito dai percettori, nell'impresa; per questa ragione un imposta sulle società basata sul cash flow è una compagna ideale per un sistema di tassazione personale basato sulla spesa" (p. 510).

La decisione da parte delle autorità, sia nel Regno Unito, sia negli Stati Uniti di muoversi in una direzione opposta rispetto a quanto sarebbe necessario per adottare una imposizione tipo cash flow per le società di capitali sembra avere avuto prevalentemente due motivazioni:

- la preoccupazione per i problemi, di carattere internazionale, che potrebbero derivare dall'adozione di questa forma di tassazione in un solo paese (trattamento fiscale dei redditi prodotti da società straniere, etc.);

- la convinzione che un sistema di tassazione delle società di capitali tipo- cash flow sia in grado di mantenere le proprie caratteristiche di neutralità, rispetto alle decisioni delle imprese, solo se adottato congiuntamente ad una imposta personale che assuma come base imponibile la spesa piuttosto che il reddito.

A fianco di queste argomentazioni, sulla cui validità si potrebbe tuttavia discutere a lungo (è stato dimostrato, ad esempio, che una imposta sulle società tipo-cash flow è

perfettamente compatibile con una imposta personale basata sul reddito⁵⁸), vi è anche un desiderio (non sempre ben motivato) di ridurre le aliquote di imposta. Cosa, quest'ultima, che comporta necessariamente, a parità di gettito per lo stato, un allargamento delle basi imponibili.

3. Un'analisi più dettagliata: il caso dell'Italia. Introduzione e conclusioni.

Si è visto, nel capitolo precedente, come in Italia l'evoluzione legislativa, a partire dalla riforma tributaria, abbia progressivamente equiparato il trattamento fiscale dei frutti maturati sulle obbligazioni emesse dalle imprese private a quello, agevolato, inizialmente previsto per i titoli emessi dagli istituti di credito speciale. Da alcuni anni, anzi, il finanziamento diretto con emissione di obbligazioni da parte delle imprese private comporta minori oneri fiscali rispetto ad un medesimo finanziamento contratto presso un intermediario.

Se questa evoluzione può essere valutata positivamente, in quanto tende ad incentivare, come si è detto, il finanziamento diretto da parte delle imprese presso il pubblico dei risparmiatori, vi è tuttavia una conseguenza negativa: nonostante il credito totale di imposta concesso ai dividendi e nonostante l'aliquota, nient'affatto elevata (soprattutto se confrontata con quella in vigore negli altri paesi), con cui sono tassati gli utili accantonati, il capitale di rischio, come forma di finanziamento delle imprese, è fortemente discriminato rispetto all'indebitamento.

In questa parte del lavoro, che, come già si è anticipato, è relativa al solo caso italiano, si perseguirà l'obiettivo di esaminare, in modo più dettagliato di quanto fatto fino ad ora, il grado di discriminazione indotto dal sistema tributario nei confronti del finanziamento tramite capitale di rischio. L'analisi verrà estesa per considerare non solo l'incidenza dell'Irpeg e dell'Irpef, ma anche quella dell'Ilor, la cui presenza contribuisce, come vedremo, ad accentuare il vantaggio tale concesso all'indebitamento; inoltre, verrà considerata la

possibilità che la società si finanzi emettendo, anche, azioni di risparmio e obbligazioni convertibili.

L'indagine sarà più aderente alla concreta realtà istituzionale anche per un altro importante aspetto: abbandoneremo lo schematismo sottostante l'analisi svolta fino ad ora, che vedeva come unico investitore presente sul mercato mobiliare una persona fisica che agisce direttamente o, al massimo, tramite l'intermediazione del sistema creditizio. Ipotizzeremo, invece (rispettivamente nei paragrafi 3.1 e 3.3), che i titoli emessi dalle imprese possano essere acquisiti direttamente, oltre che da un investitore-persona fisica, anche da un investitore-persona giuridica (ad esempio, una società finanziaria).

Infine (nei paragrafi 3.2 e 3.4), si immaginerà che possano intervenire come intermediari fra questi investitori e le imprese i Fondi comuni di investimento mobiliare, autorizzati ad operare in Italia dalla legge n.77 del 28.3.1983. Si anticipa, a questo proposito, che il caso di finanziamento da parte di una persona giuridica che opera attraverso l'intermediazione di un fondo comune sarà limitato alle sole imprese di assicurazione in quanto, come è noto, l'art.3 della legge istitutiva dei fondi di diritto italiano dispone, all'ultimo comma, che "la partecipazione a fondi comuni da parte delle società e degli enti aventi per oggetto esclusivo o principale l'esercizio di attività commerciali è ammessa solo per le imprese di assicurazione autorizzate al ramo vita...".

L'analisi di questi casi consentirà di valutare (paragrafo 3.5) fino a che punto il "cuneo" posto dal sistema tributario fra il rendimento lordo (sull'investimento) e quello netto (sul risparmio) dipenda non solo dal tipo di finanziamento adottato,

ma anche dalla natura giuridica del titolare delle attività finanziarie emesse dall'impresa, nonché dalla presenza di un investitore istituzionale (il fondo comune) che opera come intermediario fra le decisioni di risparmio e quelle di investimento.

Al fine di evidenziare l'entità massima del privilegio fiscale concesso dal sistema tributario italiano al finanziamento tramite indebitamento, si confronterà l'incidenza fiscale complessiva su un finanziamento con capitale proprio, per ciascuno dei casi a cui si è appena accennato, con quello relativo alla forma attualmente più conveniente (se si prescinde dal credito agevolato) di indebitamento: l'emissione diretta di obbligazioni da parte delle imprese. In quest'ultimo caso, però, si terrà anche presente l'eventualità che, in virtù di quanto disposto dal citato decreto n.791/84, gli interessi passivi corrisposti dall'impresa sul capitale di debito non siano deducibili dalla base imponibile delle imposte dovute dalla società. Si ricorda che questa eventualità dipende dalla struttura del conto economico dell'impresa e, più precisamente, dalla presenza di un ammontare di redditi esenti da imposta superiore agli interessi passivi.

Per non tediare inutilmente il lettore, le numerose espressioni ricavate per calcolare il costo di ciascuna delle forme di finanziamento degli investimenti di cui si è appena detto (nonché l'incidenza fiscale complessiva) sono state raccolte in una appendice a questo capitolo.

Nel testo, l'attenzione potrà così essere concentrata sui soli aspetti della normativa tributaria rilevanti ai fini di questa analisi e sul commento dei risultati conseguiti. Questi ultimi possono essere sintetizzati nel modo che segue. Nonostante una

semplificazione della normativa, che ha progressivamente abolito alcune forme di privilegio fiscale (ad esempio, la deducibilità dei dividendi attribuiti alle azioni di risparmio dall'imponibile delle società) e ha unificato il regime fiscale delle obbligazioni ordinarie e convertibili, permangono tuttora trattamenti estremamente diversificati per le varie forme di finanziamento degli investimenti prese in esame.

La forma in assoluto più favorita, dalla normativa tributaria vigente è, tranne nell'ipotesi di sottoscrizione da parte di un soggetto economico avente personalità giuridica, l'emissione di titoli obbligazionari (purchè la struttura del conto economico della società emittente consenta la deducibilità, dall'imponibile, degli interessi passivi).

Nel caso di raccolta diretta del risparmio da parte dell'impresa presso il pubblico dei risparmiatori, la maggiore convenienza all'indebitamento (rispetto al finanziamento con emissione di titoli azionari) dipende, principalmente (data l'esistenza di un credito di imposta "totale" sui dividendi) dalla decisione di sottoporre gli interessi obbligazionari ad una cedolare secca di entità molto modesta (12.5%), mentre i dividendi concorrono alla determinazione dell'imponibile Irpef.

Nel caso di intermediazione tramite un fondo comune, invece, il vantaggio fiscale concesso al finanziamento con titoli obbligazionari, piuttosto che azionari, dipende principalmente (non essendo previsto, in questo caso, alcun credito di imposta sui dividendi) dalla facoltà concessa all'impresa emittente di dedurre dal proprio imponibile gli interessi passivi, ma non i dividendi.

Queste considerazioni servono a mostrare come provvedimenti apparentemente "neutrali", quali la sostituzione del credito di

imposta ai dividendi con un meccanismo che consenta la deducibilità dei medesimi dall'imponibile della società⁵⁹, possano essere, invece, per nulla privi di conseguenze: nel caso di intermediazione tramite un fondo comune, ad esempio, verrebbe meno la convenienza riservata dal sistema tributario al finanziamento con indebitamento, che diverrebbe infatti, data la più elevata ritenuta operata sugli interessi rispetto ai dividendi, più "costoso" di un analogo finanziamento con capitale azionario.

Anche le discriminazioni che si osservano, a parità di tipo di finanziamento, in funzione della particolare natura giuridica del soggetto economico che finanzia l'impresa e in funzione, anche, della presenza sul mercato dei capitali di un fondo comune di investimento mobiliare che funge da intermediario, non sono affatto trascurabili.

Le differenze più cospicue riguardano proprio la fonte di finanziamento che, come si è detto, tende ad essere la più incentivata dal sistema tributario: l'indebitamento. Se nel processo di intermediazione intervengono congiuntamente sia un fondo comune, sia una compagnia di assicurazione, l'incidenza fiscale è negativa (si è, cioè, in presenza di un sussidio); viceversa, se le obbligazioni emesse dall'impresa sono detenute da un'altra persona giuridica, l'incidenza fiscale potrebbe, addirittura (seppure in certe condizioni estreme), superare il 70%.

Infine, una osservazione puntuale. Sulla base delle modalità di finanziamento degli investimenti prese in esame in questo lavoro, un particolare circuito di intermediazione -o, più precisamente, di doppia intermediazione- risulta essere particolarmente avvantaggiato (relativamente agli altri canali di

finanziamento considerati) dalla normativa vigente: la raccolta di risparmio effettuata da una compagnia di assicurazione (autorizzata al ramo vita) nell'ipotesi che quest'ultima investa, a sua volta, in certificati rappresentativi di quote di partecipazione a un fondo comune di investimento mobiliare.

3.1 Finanziamento con capitale proprio e di debito detenuto direttamente da un risparmiatore-persona fisica.

Nella tabella 6 sono illustrati i rendimenti lordi che devono essere ottenuti da una società di capitali per potere remunerare un risparmiatore-persona fisica, detentore dei titoli emessi dall'impresa, con diversi ipotetici rendimenti netti (5%, 10%, 15%). Come già si è anticipato, i calcoli sono effettuati nell'ipotesi di finanziamento con: azioni ordinarie, azioni di risparmio, autofinanziamento e, infine, obbligazioni ordinarie e convertibili (assumendo, in quest'ultimo caso, che gli interessi passivi siano completamente deducibili o, alternativamente, non deducibili dalla base imponibile dell'imposta sulle società). Nell'ultima colonna della medesima tabella è indicata, per ciascuna delle ipotesi di finanziamento degli investimenti di cui si è appena detto, l'incidenza fiscale complessiva, misurata dal divario fra rendimenti lordi (sull'investimento) e rendimenti netti (sul risparmio), in percentuale dei primi.

A differenza di quanto fatto nel capitolo precedente, le aliquote marginali dell'imposta personale in corrispondenza delle quali è stato, ora, calcolato il costo di un finanziamento con emissione di nuovo capitale azionario sono quelle in vigore a partire dal 1983, per alcuni dei nove scaglioni di reddito in cui

Tab. 6. Finanziamento con capitale proprio e di debito detenuto da una persona fisica: rendimento percentuale lordo della societa' per assicurare al risparmiatore-persona fisica un rendimento percentuale netto pari a r (5%, 10%, 15%); incidenza fiscale complessiva (in percentuale del rendimento lordo).

tipo di finanziamento		rendimento percentuale lordo (p)			incid. fiscale compl. (in % del rendimento lordo)
		r=5%	r=10%	r=15%	
azioni ordinarie	aliquota Irpef 18%	7.3	14.5	21.8	31.3%
	35%	9.2	18.4	27.5	45.5%
	47%	11.3	22.5	33.8	55.6%
	65%	17.0	34.1	51.1	70.7%
azioni di risparmio	opzione per la ritenuta d'acconto	uguale al caso delle azioni ordinarie			
	opzione per la rit. def. del 15%	11.0	21.9	32.9	54.4%
autofinanziamento		9.3	18.6	28.0	46.4%
obbligaz. ordinarie e convertib.	deducibilita' interessi passivi	5.7	11.4	17.1	12.5%
	non deducib. interessi passivi	10.6	21.3	32.0	53.1%

è suddiviso l'imponibile Irpef; non si è tenuto presente, nel compilare la tabella, della revisione di queste aliquote introdotta con il decreto n.1 del 4.1.1986. Come è noto, con questo decreto vengono, tra le altre cose, ridotte sia l'aliquota minima, sia quella prevista in corrispondenza dell'ultimo scaglione di reddito: la prima passa dal 18% al 12%, mentre la seconda si riduce di 3 punti percentuali (dal 65% al 62%).

Un'altra differenza, per l'Italia, rispetto ai risultati ottenuti nel capitolo precedente è imputabile alla presenza dell'Ilor che, analogamente all'Irpeg, è commisurata (con una aliquota del 16.2%) ad una base imponibile al netto degli interessi passivi corrisposti dalla società. Ne deriva, che mentre questa imposta contribuisce a determinare il cuneo fiscale fra rendimenti lordi e netti, nell'ipotesi di finanziamento con capitale azionario (autofinanziamento ed emissione di nuove azioni), non concorre a determinare detto cuneo nell'ipotesi di finanziamento con indebitamento (evidentemente solo nel caso in cui gli interessi passivi siano interamente deducibili dalla base imponibile delle imposte sulla società).

Nella tabella 6, come già anticipato, si è calcolato anche il costo di un finanziamento esterno con emissione di azioni di risparmio e con obbligazioni convertibili.

Il regime fiscale previsto per questi particolari titoli mobiliari può essere sinteticamente illustrato ricordando che:

- è tuttora prevista la facoltà, concessa dalla legge n.216 del 7.6.1974, istitutiva delle azioni di risparmio, di optare, nel caso di azioni nominative, per un regime uguale a quello previsto per le azioni ordinarie o, alternativamente, per una ritenuta a titolo di imposta del 15%; in quest'ultimo caso le

azioni possono essere al portatore, sicchè al vantaggio di eludere la progressività dell'Irpef si associa quello dell'anonimato;

- è venuta meno, invece, un'altra importante agevolazione concessa per un lungo periodo di tempo alle azioni di risparmio: l'art. 5 della legge n.649/83, abrogando l'art. 13 della legge n.576/75, ha reso indeducibili dalla base imponibile della società i dividendi privilegiati distribuiti ai possessori di questi titoli mobiliari;

- il trattamento fiscale delle obbligazioni convertibili è attualmente equiparato a quello delle obbligazioni ordinarie (la ritenuta, unica, è il 12.5%, ma solo per i titoli emessi a partire dal 1984)⁶⁰. Ciò è accaduto con la citata legge n.676/81, che ha ridotto al 10% la ritenuta da effettuarsi sugli interessi corrisposti alle obbligazioni ordinarie, unificando così il trattamento riservato a queste ultime con quello agevolato previsto sia per le obbligazioni convertibili (fino alla data di conversione in azioni e in ogni caso per un periodo non superiore ai primi cinque anni), sia, come già si è ricordato, per quelle emesse dagli istituti di credito speciale.

Quanto appena detto, sull'evoluzione legislativa, insieme alle informazioni contenute nella tabella, consente le seguenti osservazioni.

Nonostante una semplificazione della normativa, che ha progressivamente abolito alcune forme di privilegio fiscale (ad esempio, la deducibilità dei dividendi attribuiti alle azioni di risparmio dall'imponibile delle società) e ha unificato il regime fiscale delle obbligazioni ordinarie e convertibili, permangono tuttora trattamenti estremamente diversificati per le varie

forme di finanziamento degli investimenti prese in esame.

L'incidenza fiscale complessiva oscilla infatti da un minimo del 12.5% ad un massimo del 70.7%. Ne deriva che, per potere corrispondere un rendimento netto pari, ad esempio, al 15%, il costo per la società va da un minimo del 17.1%, nel caso di finanziamento con capitale di debito e nell'ipotesi di totale deducibilità degli interessi passivi ad un massimo del 51.1%, nel caso di finanziamento con emissione di azioni ordinarie e nell'ipotesi di una aliquota marginale Irpef del 65%.

L'incidenza fiscale complessiva, nell'ipotesi di finanziamento con capitale di rischio, mostra un valore minimo del 31.3% ed uno massimo del 70.7%, nel caso di finanziamento con azioni ordinarie; è pari ad un massimo del 54.4% nel caso di finanziamento con azioni di risparmio (e nell'ipotesi che il risparmiatore che investe in dette azioni opti per il regime ordinario o per la ritenuta a titolo definitivo del 15% unicamente in base a considerazioni di convenienza fiscale); è, infine, il 46.4% nell'ipotesi di autofinanziamento.

Nel caso di indebitamento con obbligazioni, invece, l'incidenza fiscale complessiva va da un minimo del 12.5% ad un massimo del 53.1% del rendimento lordo, a seconda che gli interessi passivi siano o meno deducibili dalla base imponibile dell'imposta sulle società. Ne deriva che, persino nell'ipotesi estrema di totale indeducibilità degli interessi passivi, il costo di un finanziamento tramite emissione diretta di obbligazioni da parte dell'impresa, data la contenuta aliquota della imposta sostitutiva sugli interessi obbligazionari, tende ad essere inferiore a quello di un finanziamento esterno tramite capitale azionario. Ciò è sempre vero se il confronto avviene con azioni di risparmio assoggettate alla ritenuta a titolo di

imposta, mentre nel caso di opzione per la ritenuta d'acconto, così come rispetto ad un finanziamento con azioni ordinarie, la convenienza relativa al finanziamento con prestiti obbligazionari si manifesta se i dividendi percepiti dagli azionisti portano il reddito dei medesimi a superare la soglia dei 60 milioni.

Non sorprende, alla luce delle considerazioni appena svolte, la prassi, ben nota ai soci delle società a ristretta base proprietaria, di sottoscrivere essi stessi i prestiti obbligazionari della società, al fine di potere prelevare utili eludendo, al contempo, l'Irpef, l'Irpeg e l'Ilor. Detta prassi, invero (lo si nota dalle informazioni riportate nella tabella 6), resta comunque conveniente anche nell'ipotesi di non deducibilità degli interessi passivi, se il reddito degli azionisti supera, come si è detto, i 60 milioni. Infatti, per 100 lire di utili prodotti dalla società, il prelievo fiscale complessivo, nel caso di "distribuzione" sotto forma di interessi obbligazionari, oscilla tra il 12.5% e il 53.1%, a seconda che gli interessi possano essere o meno dedotti dalla base imponibile dell'Ilor e dell'Irpeg. Viceversa, nel caso di distribuzione sotto forma di dividendi e nell'ipotesi di una aliquota Irpef del socio percettore pari al 47% (che è l'aliquota marginale corrispondente allo scaglione 60-120 milioni), il medesimo prelievo ammonta, nonostante il credito di imposta, al 55.6% degli utili lordi.

3.2 Finanziamento con capitale proprio o di debito nel caso di intermediazione da parte di un fondo comune i cui certificati sono detenuti da una persona fisica.

Come è noto, la funzione di intermediazione da parte di un fondo comune di investimento mobiliare consiste nel raccogliere risorse presso il pubblico dei risparmiatori (prevalentemente le

famiglie) tramite l'emissione di certificati, nominativi o al portatore, rappresentativi delle quote di partecipazione al fondo e nell'investire le somme così versate dai sottoscrittori in titoli e altre attività finanziarie.

La disciplina tributaria dei proventi percepiti dai fondi comuni e distribuiti ai partecipanti può essere sinteticamente richiamata alla memoria ricordando che, secondo quanto disposto all'art.9 della legge n.77/83:

- il fondo non è soggetto all'Irpef, nè all'Irpeg, nè all'Ilor;

- le ritenute operate sui redditi da capitale percepiti dal fondo sono a titolo di imposta;

- al valore netto del patrimonio del fondo è commisurata una imposta sostitutiva ad aliquota pari allo 0.25%, ridotta allo 0.10% nel caso in cui il fondo risulti composto in misura non inferiore al 55% da titoli azionari o da obbligazioni convertibili di società costituite in Italia, aventi per oggetto esclusivo o principale attività industriali;

- i proventi delle partecipazioni ai fondi, tranne di quelle assunte nell'esercizio di imprese commerciali, non concorrono a formare il reddito imponibile dei partecipanti.

Sulla base di queste informazioni e ricordando che le ritenute operate alla fonte sui dividendi corrisposti alle azioni ordinarie e di risparmio e sugli interessi obbligazionari sono, rispettivamente, il 10%, il 15% e il 12.5%, è possibile calcolare (per una analisi dettagliata si veda l'appendice a questo capitolo) il costo per la società di un finanziamento con capitale proprio e con capitale di debito, nel caso di intermediazione da parte di un fondo comune i cui certificati sono detenuti da un risparmiatore persona fisica.

In modo del tutto analogo a quanto fatto nella tabella 6, nella tabella 7 sono illustrati i rendimenti lordi che devono essere ottenuti dalla società su un investimento addizionale per potere remunerare il risparmiatore finale con tre diversi rendimenti netti (pari, rispettivamente, al 5%, al 10% e al 15%), nonché il cuneo fiscale posto fra rendimenti lordi e netti, in percentuale dei primi.

In questo caso, a differenza di quello relativo alla sottoscrizione diretta da parte di una persona fisica dei titoli emessi dall'impresa, occorre una maggiore cautela nell'interpretare questa sintetica misura dell'incidenza fiscale sui redditi derivanti da un investimento finanziato alternativamente con capitale di rischio o di debito. Il motivo, facilmente intuibile, risiede nella presenza di un tributo patrimoniale (quello commisurato al valore netto del patrimonio del fondo), che rende il sistema di prelievo operato su questi redditi da capitale non lineare; detto altrimenti, i valori assunti dalle aliquote di imposta che sintetizzano l'incidenza fiscale complessiva su questi redditi dipendono da quelli ipotizzati per i rendimenti e, più precisamente, come si nota dalla tabella 7, decrescono al crescere di questi.

Ciò premesso, è possibile commentare nel modo che segue le informazioni contenute nella tabella 7.

Ancorchè nel caso di intermediazione tramite un fondo comune si osservi una maggiore uniformità, rispetto al caso precedentemente esaminato, nel trattamento fiscale delle diverse forme di finanziamento considerate, permangono tuttavia notevoli discriminazioni, difficilmente giustificabili, sia sul piano dell'equità, sia su quello dell'efficienza allocativa. A seconda del valore assunto dall'aliquota dell'imposta patrimoniale (e

Tab. 7. Finanziamento con capitale proprio e di debito nel caso di intermediazione da parte di un fondo comune i cui certificati sono sottoscritti da una persona fisica: rendimento percentuale lordo della società per assicurare al risparmiatore finale-persona fisica un rendimento percentuale netto pari a r (5%, 10%, 15%); incidenza fiscale complessiva (in percentuale del rendimento lordo).

tipo di finanziamento		aliquota dell'imposta patrimoniale	rendimento percentuale lordo (p) r=5% r=10% r=15%		incidenza fiscale complessiva (in percentuale del rendimento lordo)	
azioni ordinarie		t _k = 0.25%	10.9	21.2	31.6	da 54.0% a 52.5% per 5% ≤ r ≤ 15%
		t _k = 0.10%	10.6	20.9	31.3	da 52.7% a 52.0% " "
azioni di risparmio		t _k = 0.25%	11.5	22.5	33.4	da 56.6% a 55.2% per 5% ≤ r ≤ 15%
		t _k = 0.10%	11.2	22.1	33.1	da 55.3% a 54.7% " "
autofinanziamento		t _k = 0.25%	9.8	19.2	28.5	da 49.0% a 47.4% per 5% ≤ r ≤ 15%
		t _k = 0.10%	9.5	18.5	28.2	da 47.5% a 46.8% " "
obbligazioni ordinarie e convertibili	deduci- bilita' interessi passivi	t _k = 0.25%	6.0	11.7	17.4	da 16.7% a 13.9% per 5% ≤ r ≤ 15%
	non deducib. interessi passivi	t _k = 0.10%	5.8	12.5	17.3	da 14.2% a 13.1% " "
		t _k = 0.25%	11.2	21.8	32.5	da 55.3% a 53.8% per 5% ≤ r ≤ 15%
		t _k = 0.10%	10.9	21.5	32.2	da 54.0% a 53.4% " "

dunque a seconda della composizione del portafoglio del fondo) nonchè dei valori ipotizzati per i rendimenti netti, il prelievo fiscale complessivo, in percentuale dei rendimenti lordi, oscilla, infatti, fra: il 52.05% e il 54.0% nel caso di finanziamento con emissione di azioni ordinarie; il 54.7% e il 56.6% nell'ipotesi di finanziamento con azioni di risparmio; il 46.8% e il 49.0% se il finanziamento avviene con utili accantonati presso l'impresa; il 13.1% e il 16.7% o, alternativamente (nell'ipotesi di non deducibilità degli interessi passivi), il 53.4% e il 55.3% se il finanziamento da parte dell'impresa avviene con prestiti obbligazionari.

Queste differenze nel trattamento tributario dei redditi derivanti da un investimento finanziato nelle forme alternative ora considerate fanno sì che il costo per la società di corrispondere al risparmiatore finale, che opera attraverso l'intermediazione del fondo, un rendimento netto pari, ad esempio, al 15% vada da un minimo del 17.3% (nell'ipotesi di finanziamento con obbligazioni, piena deducibilità degli interessi passivi e per una aliquota dell'imposta commisurata al valore del fondo dello 0.10%) ad un massimo del 33.4% (nell'ipotesi di finanziamento con azioni di risparmio e per una aliquota dell'imposta patrimoniale dello 0.25%).

La differenza più rilevante, rispetto al caso precedentemente esaminato di sottoscrizione diretta da parte di una persona fisica dei titoli emessi dall'impresa, riguarda, è cosa nota, il trattamento fiscale dei dividendi corrisposti agli azionisti ordinari. Come si ricorderà, nell'ipotesi di sottoscrizione diretta di titoli azionari, l'aliquota effettiva di imposta andava da un minimo del 31.3% ad un massimo del 70.7%, a seconda dei valori ipotizzati per l'aliquota marginale dell'imposta

personale. Se vi è intermediazione da parte di un fondo comune, invece, l'aliquota effettiva si aggira attorno al 52%-54% degli utili lordi prodotti dalla società emittente. Tenendo presente che già per una aliquota marginale Irpef del 47% (corrispondente agli scaglioni di reddito compresi fra i 60 e i 120 milioni) l'aliquota effettiva sui dividendi percepiti direttamente da una persona fisica è pari al 55.6% (cfr. la tabella 6), è possibile concludere che, dal mero punto di vista del diverso trattamento tributario (ovvero trascurando altri fattori, quali, ad esempio, il vantaggio, operando tramite un fondo comune, dell'anonimato, del frazionamento del rischio, etc.), è conveniente per una persona fisica con un imponibile superiore a 60 milioni di lire percepire i redditi derivanti dalla sottoscrizione di titoli azionari per il tramite di un fondo comune, piuttosto che direttamente (per una più puntuale illustrazione di questo calcolo di convenienza si veda l'appendice).

Si può ancora osservare, dalle informazioni contenute nella tabella 7, come l'esenzione dall'Irpef degli utili distribuiti alle azioni ordinarie, congiuntamente alla minore ritenuta operata alla fonte su questi redditi, rispetto a quelli derivanti dalla sottoscrizione di azioni di risparmio e di titoli obbligazionari (10%, a fronte di ritenute pari rispettivamente al 15% e al 12.5%), riduca, ma non sia sufficiente ad eliminare, la discriminazione fiscale contro il finanziamento tramite aumento del capitale sociale con nuove emissioni. A meno che la società emittente non si trovi nella situazione di non poter dedurre dalla propria base imponibile gli interessi passivi (nel qual caso, a parità di aliquota dell'imposta patrimoniale e a parità di rendimento, sarebbe più conveniente il finanziamento tramite azioni ordinarie), il costo di un finanziamento con capitale di

debito resta notevolmente inferiore rispetto alle altre forme di finanziamento considerate.

Anche la riduzione dell'aliquota del tributo patrimoniale, prevista nel caso in cui il portafoglio del fondo sia costituito prevalentemente da titoli azionari (o obbligazioni convertibili) non sembra particolarmente incentivante l'acquisizione di questi titoli. Invero, il risparmio di imposta che ne deriva non pare, come si può apprezzare dai dati riportati nella tabella 7, tale da potere indurre apprezzabili effetti sulle scelte di portafoglio degli operatori che gestiscono il fondo. Inoltre, detto risparmio diminuisce, anche notevolmente, all'aumentare dei rendimenti.

Un'ultima osservazione può infine essere avanzata con riferimento al trattamento fiscale delle azioni di risparmio. La ritenuta del 15% operata a titolo di imposta sui dividendi corrisposti alle azioni di risparmio fa scomparire, nel caso di intermediazione tramite un fondo comune, ogni incentivo di tipo fiscale a questa forma di finanziamento degli investimenti. Mentre nel caso di sottoscrizione diretta da parte di una persona fisica si può facilmente mostrare (cfr. l'appendice) che è conveniente sottoscrivere azioni di risparmio, piuttosto che azioni ordinarie se l'aliquota marginale dell'imposta personale è superiore al 45.6%, nel caso di intermediazione tramite un fondo comune questo particolare valore mobiliare, relativamente agli altri considerati, è quello che sconta (a parità di rendimento e a parità di aliquota dell'imposta patrimoniale) il maggior prelievo fiscale. Si può quindi dire che anche la disciplina tributaria prevista per i fondi comuni, al pari della recente abrogazione della norma che consentiva la deducibilità dei dividendi privilegiati assegnati alle azioni di risparmio ha

contribuito ad eliminare ogni forma di agevolazione fiscale originariamente concessa a questa particolare forma di investimento mobiliare.

3.3 Finanziamento con capitale proprio e di debito detenuto direttamente da una persona giuridica.

Si farà ora l'ipotesi che i titoli emessi dalla società di capitali per il finanziamento dei propri progetti di investimento siano detenuti da un'altra società di capitali, ovvero da un soggetto Irpeg, invece che da un soggetto Irpef.

Per comodità di esposizione si chiamerà "A" la prima delle società indicate, cioè la società finanziata e "B" la seconda, cioè quella che detiene i titoli emessi da A.

Non è necessario, ai nostri fini, specificare se quest'ultima è una società finanziaria: è noto, infatti, che con la medesima legge con cui è stato introdotto in Italia il meccanismo del credito di imposta (legge n.904/77) sono state abolite (all'art.6) le agevolazioni fiscali previste dall'art. 7 del Dpr n. 598/73 per le società e gli enti finanziari. Queste agevolazioni consistevano in una riduzione dell'aliquota Irpeg al 7.50% e, per le società e gli enti finanziari a prevalente partecipazione statale, al 6.25%.

Al fine di quantificare il costo di un finanziamento con emissione di nuovi titoli azionari, occorre ricordare che sui redditi distribuiti dalla società partecipata (A) alla società partecipante (B) è concesso, al pari di quanto accade se l'azionista è una persona fisica, un credito di imposta di ammontare uguale all'Irpeg pagata dalla società A. Questa totale

corrispondenza fra credito di imposta, da un lato e imposta sulle società, dall'altro, congiuntamente all'esenzione dei dividendi dall'Ilor (art. 1 lett. b del Dpr n.599/73) fa sì che sugli utili distribuiti dalla società A alla società B non sia dovuta alcuna imposta addizionale rispetto a quanto già versato dalla società A. L'incidenza fiscale complessiva è pari, come si nota dalla tabella 8, al 46.4%.

Un uguale "cuneo di imposta" fra rendimenti lordi e netti, è osservabile nell'ipotesi di finanziamento con azioni di risparmio, se la società B, che sottoscrive le azioni, opta per il regime della ritenuta d'acconto. Anche in questo caso, infatti, il meccanismo del credito di imposta opererà in modo tale da non sottoporre gli utili percepiti da B ad alcun prelievo aggiuntivo rispetto a quanto già versato da A.

La perfetta corrispondenza voluta, nella legislazione fiscale italiana, tra l'Irpeg pagata dalla società che distribuisce gli utili e il credito di imposta rende anche ininfluente, dal punto di vista del prelievo fiscale complessivo, la presenza, nel processo di distribuzione degli utili, di uno o più intermediari aventi personalità giuridica. Detto altrimenti, se la società B distribuisse, a sua volta, gli utili percepiti da A non si avrebbe alcun prelievo aggiuntivo, nel caso in cui l'azionista fosse ancora una persona giuridica o, alternativamente, nell'ipotesi di un azionista-persona fisica, si avrebbe un prelievo fiscale complessivo uguale al caso di distribuzione diretta degli utili, già esaminato, nel paragrafo 3.1. Ciò vale, come si è detto, per gli utili distribuiti alle azioni ordinarie e, nel caso delle azioni di risparmio, solo se il percettore opta per il regime della ritenuta d'acconto e detiene dunque titoli nominativi.

Tab. 8. Finanziamento con capitale proprio e di debito detenuto da una persona giuridica: rendimento percentuale lordo della società finanziata per assicurare alla società finanziatrice un rendimento percentuale netto pari a r (5%, 10%, 15%); incidenza fiscale complessiva (in percentuale del rendimento lordo).

tipo di finanziamento		rendimento percentuale lordo (p)			incid. fiscale compl. (in % del rendimento lordo)
		r=5%	r=10%	r=15%	
azioni ordinarie		9.3	18.6	28.0	46.4%
azioni di risparmio	opzione per la ritenuta d'acconto	uguale al caso delle azioni ordinarie			
	opzione per la rit. def. del 15%	11.0	21.9	32.9	54.4%
autofinanziamento	non tassaz. delle plusval.	uguale al caso delle azioni ordinarie			
	tassaz. delle plusvalenze	17.4	34.8	52.1	71.2%
obbligaz. ordinarie e convertib.	deducibilità interessi passivi	uguale al caso delle azioni ordinarie			
	non deducib. interessi passivi	17.4	34.8	52.1	71.2%

Tuttavia, anche una persona giuridica che sottoscrive azioni di risparmio può, al pari di una persona fisica, optare per il regime della ritenuta definitiva del 15%. In questa ipotesi, l'incidenza fiscale complessiva è il 54.4% e viene meno la "trasparenza" del sistema tributario prevista, invece, per i dividendi corrisposti alle azioni ordinarie o a quelle di risparmio nominative non soggette alla cedolare secca opzionale. La casistica, invero, è complessa, soprattutto per l'esistenza della cosiddetta "imposta compensativa", istituita con la medesima legge n.649/83 che ha elevato l'aliquota Irpeg al 36% (e ha corrispondentemente aumentato la misura del credito di imposta concesso ai dividendi). Ricordando che detta imposta compensativa è dovuta (secondo quanto disposto all'art. 2 della legge istitutiva) "se la somma distribuita sull'utile di esercizio, diminuita della parte assegnata alle azioni di risparmio al portatore, è superiore al 64% del reddito imponibile ... dichiarato dalla società ai fini dell'imposta sul reddito delle persone giuridiche...", si possono sinteticamente illustrare, nel modo che segue, le possibili conseguenze fiscali di una successiva distribuzione di dividendi da parte della società B.

1) B si finanzia emettendo azioni ordinarie o di risparmio nominative: indipendentemente dal fatto che queste ultime siano soggette alla cedolare d'acconto o alla cedolare secca, se la somma distribuita supera il 64% del reddito imponibile di B, su tale eccedenza è dovuta l'imposta compensativa.

2) B si finanzia emettendo azioni di risparmio al portatore: in questa circostanza, la deducibilità prevista ai fini del calcolo dell'imposta compensativa rende inapplicabile, sugli utili distribuiti, detta maggiorazione di conguaglio.

Come si nota dalla tabella 8 -compilata in modo del tutto analogo alle tabelle già presentate nei precedenti paragrafi- il costo di un finanziamento con emissione di titoli obbligazionari è uguale a quello di un finanziamento con azioni ordinarie, nel caso in cui sia consentito alla società finanziata la totale deducibilità degli interessi passivi dalla base imponibile ed è, invece, pari al 71.2% nel caso, opposto, di totale non deducibilità dei medesimi. La radicale differenza di questo risultato rispetto a quello ottenuto nell'ipotesi di un sottoscrittore persona fisica è imputabile a quanto disposto al 4 comma dell'art.26 del Dpr. n.600/73, secondo cui le ritenute operate sugli interessi corrisposti sono a titolo di acconto se il percettore è un soggetto passivo Irpeg. Come si è visto, invece, nei confronti del soggetto Irpef dette ritenute sono a titolo di imposta.

Analogo a quello appena descritto, ma per motivi diversi, è il costo di un finanziamento con utili accantonati presso la società A. Si è visto, in questo caso (nel primo capitolo di questo lavoro), che ai fini di determinare l'incidenza fiscale complessiva occorre considerare l'aliquota di imposta dovuta sulle plusvalenze eventualmente maturate a favore del soggetto che detiene i titoli azionari emessi dalla società, la quale acquista, a sua volta, con gli utili accantonati, un nuovo bene capitale. Mentre per una persona fisica abbiamo ipotizzato che, in assenza di un intento speculativo (o comunque nella difficoltà, da parte dell'Amministrazione, di dimostrare l'esistenza di detto intento), le plusvalenze conseguite sul capitale azionario fossero esenti da tassazione, nell'ipotesi di un azionista-persona giuridica occorre tenere presente che, ai sensi dell'art. 12 del Dpr. n.598/73, le plusvalenze (al pari

delle minusvalenze) concorrono a formare il reddito imponibile, indipendentemente dalla loro realizzazione, purchè iscritte in bilancio. Se, dunque, le plusvalenze conseguite dalla società B sono realizzate, o anche solamente iscritte in bilancio, l'incidenza fiscale complessiva sui redditi derivanti da un finanziamento degli investimenti, da parte della società A, con utili accantonati, sarà pari al 71.2% (Ilor e Irpeg in testa alla società finanziata A più Ilor e Irpeg in testa alla società B) e sarà dunque esattamente uguale all'incidenza fiscale calcolata nell'ipotesi di emissione di titoli obbligazionari, quando la struttura del conto economico della società finanziata è tale da non consentire la deducibilità degli interessi passivi.

Vi sono diversi motivi, tuttavia, per cui anche nel caso di un azionista-persona giuridica le plusvalenze conseguite potrebbero essere esenti da imposta, limitando, così, l'incidenza fiscale complessiva, nell'ipotesi di autofinanziamento degli investimenti, alle sole imposte (Ilor e Irpeg) dovute dalla società A sugli utili accantonati.

Un primo motivo potrebbe dipendere semplicemente dalla decisione da parte della società B di non realizzare le plusvalenze maturate, nè di iscrivere le medesime in bilancio.

Un secondo motivo, invece, può derivare da una specifica agevolazione concessa dalla legge n.169 del 4.5.1983, con la quale si è stabilito che: "i proventi conseguiti dalle società, con esclusione delle società semplici, nonché degli enti indicati all'art.2, lett.b), del D.P.R. 29 settembre 1973, n. 598, a seguito di cessioni, effettuate mediante offerta al pubblico, di azioni emesse da società che richiedono la quotazione in borsa o l'ammissione alle negoziazioni nel mercato ristretto entro sei mesi dalla data di chiusura dell'offerta pubblica di acquisto,

non concorrono a formare il reddito imponibile ai fini delle imposte sul reddito per l'eccedenza rispetto al costo iscritto in bilancio a condizione che tale eccedenza sia accantonata ovvero ne sia stato deliberato l'accantonamento in sede di approvazione del bilancio relativo al periodo di imposta nel quale è avvenuta la cessione. L'accantonamento deve essere effettuato in un apposito fondo denominato con riferimento alla presente legge e l'eccedenza conseguita deve essere destinata esclusivamente ad investimenti, da effettuare entro il terzo periodo di imposta successivo a quello del realizzo, in beni strumentali ammortizzabili ...".

L'esame congiunto di tutte le informazioni contenute nella tabella 8 e di quelle contenute nelle tabelle 6 e 7, riportate nei paragrafi precedenti, consentono alcune considerazioni concusive:

- nel caso di completa deducibilità degli interessi passivi in testa alla società emittente si nota, a differenza di quanto osservato nell'ipotesi di sottoscrizione di titoli azionari e obbligazionari da parte di una persona fisica, una piena neutralità del sistema tributario per quanto riguarda la scelta fra finanziamento con capitale di prestito ed emissione di azioni ordinarie. Il risultato era atteso: è noto infatti che un regime tributario che prevede la concessione in testa al socio di un credito di imposta cosiddetto totale (ovvero in grado di compensare perfettamente l'Irpeg pagata in testa alla società) e che, al contempo, esclude i dividendi dalla base imponibile dell'Ilor, comporta un risparmio di imposta esattamente uguale a quello che si avrebbe se, in alternativa, fosse prevista, in testa alla società emittente, la possibilità di dedurre dalla base imponibile dell'Ilor e dell'Irpeg gli utili distribuiti. Poiché

gli interessi godono di quest'ultimo regime e i dividendi del primo e poichè entrambi questi redditi da capitale, se percepiti da una persona giuridica entrano a comporre la base imponibile dell'Irpeg (e gli interessi anche quella dell'Ilor) ne deriva, come mostrato nella tabella 8, un uguale trattamento tributario. Viceversa, nel caso di una persona fisica, la decisione adottata con la riforma tributaria di operare sugli interessi obbligazionari una ritenuta a titolo definitivo, piuttosto che d'acconto, è all'origine della diversa convenienza fiscale di un finanziamento tramite capitale di prestito e capitale di rischio;

- anche nel caso di un finanziamento tramite una società avente personalità giuridica, così come nell'ipotesi di un finanziamento tramite un fondo comune di investimento mobiliare, non si manifesta alcuna convenienza fiscale all'emissione di azioni di risparmio; ciò è tanto più vero per le azioni di risparmio al portatore o nominative con opzione per la cedolare secca, se si considerano le imposte eventualmente dovute nel caso di successiva distribuzione degli utili;

- è evidente, infine, che, mentre nel caso di un sottoscrittore-persona fisica può essere conveniente, dal punto di vista degli oneri fiscali, un finanziamento con obbligazioni anche quando, data la struttura del conto economico della società finanziata, non fosse possibile la deducibilità degli interessi passivi corrisposti, ciò non è più vero nel caso di un sottoscrittore avente personalità giuridica. Il motivo è, ancora una volta, imputabile al diverso carattere della ritenuta (d'acconto, per le persone giuridiche e di imposta, per le persone fisiche) operata sugli interessi obbligazionari.

3.4 Finanziamento con capitale proprio e di debito nel caso di intermediazione da parte di un fondo comune i cui certificati sono detenuti da una persona giuridica.

Si è già anticipato che l'indagine relativa ad un finanziamento degli investimenti da parte di una impresa tramite l'intermediazione di un fondo comune le cui quote di partecipazione sono detenute da una persona giuridica sarà limitata alle sole compagnie di assicurazione autorizzate al ramo vita, in quanto, come è noto, solo a queste società, tra quelle aventi per oggetto esclusivo o principale l'esercizio di attività commerciali, è consentita la partecipazione ai fondi.

Il trattamento tributario previsto per i redditi da capitale percepiti tramite l'intermediazione di un fondo è, in questo caso, estremamente diverso da quello riservato dalla legge n.77/83 ai partecipanti- persone fisiche.

Infatti, per effetto degli artt. 9 e 3 della suddetta legge:

- i proventi percepiti da una compagnia di assicurazione per la partecipazione a un fondo comune concorrono a formare la base imponibile delle imposte dovute dalla società;

- su detti proventi è riconosciuto un credito di imposta, pari al 10% dei proventi stessa che, analogamente a quello concesso sui dividendi dalla legge n.904/77, concorre alla determinazione dell'imponibile.

La lettura di queste norme pone due problemi interpretativi:

- (a) se tra i proventi su cui è concesso il credito debbano includersi anche le plusvalenze;

- (b) se l'imposta dovuta dalla impresa di assicurazione (partecipante al fondo) riguardi unicamente quella sul reddito delle persone giuridiche o, anche, quella locale sui redditi.

L'orientamento prevalente, a questo proposito, è che "in

assenza di una esplicita limitazione, il credito di imposta spetta per tutti i proventi (utili distribuiti, quote gratuite, plusvalenze) e che l'Ilor "sia inapplicabile ai sensi del 2 comma, lettera b, dell'art.1 del D.P.R. 29.9.1973, n. 599", ancorchè il fondo non sia soggetto all'Irpeg (Sammartino, 1984, p. 161).

Ne deriva che, al prelievo fiscale gravante sui redditi da capitale percepiti per il tramite di un fondo comune da una persona fisica si aggiunge, nel caso in cui il partecipante sia una società di assicurazione autorizzata al ramo vita, l'Irpeg, commisurata ai proventi di qualunque natura, maggiorati del credito. Quest'ultimo, evidentemente, andrà poi sottratto dal debito di imposta complessivo.

In annotazione algebrica, indicando con r il rendimento netto che può essere ottenuto da un partecipante persona fisica (che coincide, per i motivi già illustrati, con quello netto in testa al fondo), si può descrivere nel modo che segue, il rendimento r' al netto delle imposte dovute dalla compagnia di assicurazione:

$$(29) \quad r' = r [1 - (t_s(1+0.10) - 0.10)] = r(1.10)(1-t_s)$$

dove $[t_s(1+0.10) - 0.10]$ indica il debito di imposta per unità di rendimento ottenuto dalla compagnia di assicurazione ed è determinato, infatti, applicando l'aliquota legale Irpeg ad una base imponibile al lordo del credito di imposta del 10% e sottraendo dal debito di imposta così calcolato il credito stesso. Poichè, a parità di provento per il fondo, r indica il

rendimento netto che può essere ottenuto da un partecipante-persona fisica e r' quello, sempre al netto di ogni tributo, con cui può essere remunerata una compagnia di assicurazione, la (29) consente di apprezzare la diversità di trattamento riservata dalla legge istitutiva dei fondi comuni a seconda della natura giuridica del partecipante. Mentre, come si è detto (nel paragrafo 3.2) i proventi percepiti tramite un fondo comune sono totalmente esenti da tassazione in testa al partecipante-persona fisica, nel caso di una compagnia di assicurazione sono considerati ricavi imponibili e sono di fatto tassati, tenendo conto del credito di imposta, con un'aliquota del 30% circa.

Quanto detto fino ad ora non tiene però conto di alcune importanti specificazioni contenute sia nella legge istitutiva dei fondi comuni, sia del Dpr n. 598/73 a proposito della determinazione dell'imponibile delle società di assicurazioni.

La legge n. 77/83, nel consentire alle imprese di assicurazione autorizzate al ramo vita la partecipazione ai fondi comuni specifica anche (all'art. 3, ultimo comma) che detta partecipazione è limitata agli "accantonamenti a fronte delle riserve matematiche ai sensi del testo unico delle leggi sulle assicurazioni private, approvato con decreto del Presidente della Repubblica 13 febbraio 1959, n.449, e successive modificazioni".

Il Dpr n.598/73, d'altro canto, prevede, all'art. 18 lett.a), la deducibilità, in sede di determinazione del reddito delle imprese di assicurazione, degli "accantonamenti destinati a costituire o ad integrare la riserva matematica per i contratti di assicurazione sulla vita e di capitalizzazione, in misura non superiore a quella indicata dall'art. 28 del testo unico delle leggi sull'esercizio delle assicurazioni private ...".

Detto art. 28, a sua volta, stabilisce un limite, collegato a dati tecnici, quali le tavole di mortalità, di invalidità e il saggio di interesse, al di sotto del quale la cosiddetta riserva matematica (ovvero la riserva destinata all'adempimento degli obblighi assunti con i contratti di assicurazione) non può scendere. Nell'ambito del suddetto limite, dunque, gli accantonamenti a fini di costituzione o integrazione della riserva matematica sono deducibili dalla base imponibile delle imposte dovute dalla società di assicurazione. In questo caso, si noti, la deducibilità è consentita sia a fini di determinazione della base imponibile dell'Irpeg, sia di quella dell'Ilor.

Deriva, dalla normativa appena richiamata, che il costo di acquisizione di una partecipazione unitaria a un fondo comune è, per la compagnia di assicurazione, inferiore a quello che deve sostenere una persona fisica; più precisamente, nella misura in cui detta acquisizione avviene avvalendosi di quelle riserve matematiche che sono, a fini di legge, deducibili dalla base imponibile, detto costo è pari a $(1-t_i)(1-t_s)$. Il rendimento netto, per la compagnia di assicurazione, in percentuale del costo effettivo sostenuto per la partecipazione al fondo, sarà conseguentemente superiore a quello indicato nella (29) e, più precisamente sarà uguale a:

$$(30) \quad r^* = \frac{r'}{(1-t_i)(1-t_s)} = \frac{r(1.10)}{(1-t_i)}$$

da cui si nota come la discriminazione operata dalla legge n.77/83 nel trattamento tributario dei proventi percepiti tramite un fondo comune a seconda della natura giuridica del partecipante consista, in realtà, nella concessione di un sussidio al partecipante-persona giuridica (l'impresa di

assicurazione) che può essere remunerato, infatti, con un rendimento netto superiore a quello percepito in testa al fondo. Con un esempio si può dire che, se dalla partecipazione al fondo una persona fisica può trarre un rendimento netto pari al 5%, il medesimo provento, distribuito dal fondo ad un partecipante persona giuridica genera, in testa a quest'ultimo, un rendimento netto pari al 6.6% circa.

Sulla base della (30) e delle informazioni rese note nel paragrafo 3.2 al fine di poter quantificare il costo di un finanziamento con capitale proprio o con indebitamento nel caso di intermediazione da parte di un fondo comune le cui quote di partecipazione sono detenute da una persona fisica, si può calcolare (cfr. l'appendice) il medesimo costo nell'ipotesi in esame in cui il partecipante sia una società di assicurazioni. Detto costo e le corrispondenti aliquote effettive di imposta, che misurano l'incidenza fiscale complessiva per ognuno dei tipi di finanziamento considerati, sono illustrati nella tabella 9.

Quest'ultima si presenta di immediato interesse soprattutto per la presenza di una aliquota effettiva di segno negativo che indica l'esistenza, per una particolare forma di finanziamento degli investimenti di cui ora diremo, di un sussidio da parte dello stato. Nell'ipotesi di finanziamento degli investimenti con emissioni obbligazionarie sottoscritte da un fondo comune le cui quote di partecipazione sono detenute da una impresa di assicurazione, se è consentita, alla società finanziata, la deducibilità dall'imponibile degli interessi passivi corrisposti su dette emissioni, è sufficiente, ad esempio, per questa società ottenere sul proprio progetto di investimento un rendimento lordo pari al 13.2% per potere remunerare l'impresa di assicurazione che ha, in ultima istanza, offerto alla società i fondi

Tab. 9. Finanziamento con capitale proprio e di debito nel caso di intermediazione da parte di un fondo comune i cui certificati sono sottoscritti da una impresa di assicurazione: rendimento % lordo della società per assicurare all'impresa di assicurazione un rendimento percentuale netto pari a r (5%, 10%, 15%); incidenza fiscale complessiva (in percentuale del rendimento lordo).

rendimento lordo).						
tipo di finanziamento	aliquota dell'imposta patrimoniale	rendimento percentuale lordo (p)			incidenza fiscale complessiva (in percentuale del rendimento lordo)	
		r=5%	r=10%	r=15%		
azioni ordinarie	$t_k=0.25\%$ $t_k=0.10\%$	8.4	16.3	24.2	da 40.5% a 38.0% per $5\% \leq r \leq 15\%$	
		8.1	16.0	23.9	da 38.3% a 37.2% " " "	
azioni di risparmio	$t_k=0.25\%$ $t_k=0.10\%$	8.9	17.3	25.6	da 43.8% a 41.4% per $5\% \leq r \leq 15\%$	
		8.6	16.9	25.3	da 41.7% a 40.7% " " "	
autofinanziamento	$t_k=0.25\%$ $t_k=0.10\%$	7.6	14.7	21.8	da 33.9% a 31.1% per $5\% \leq r \leq 15\%$	
		7.3	14.4	21.5	da 31.4% a 30.2% " " "	
obbligazioni ordinarie	deducibilità interessi passivi	$t_k=0.25\%$	4.6	9.0	13.3	da -7.8% a -12.4% per $5\% \leq r \leq 15\%$
		$t_k=0.10\%$	4.5	8.8	13.2	da -11.9% a -13.9% " " "
e convertibili	non deducib. interessi passivi	$t_k=0.25\%$	8.6	16.8	24.9	da 42.2% a 39.7% per $5\% \leq r \leq 15\%$
		$t_k=0.10\%$	8.3	16.4	24.6	da 40.0% a 38.9% " " "

necessari a finanziare quell'investimento con un rendimento netto del 15%: il sussidio, da parte dello stato è pari al 13.9% del rendimento lordo.

L'incidenza fiscale complessiva è, invece, positiva e non scende mai al di sotto del 30% nelle altre ipotesi di finanziamento degli investimenti considerate nella tabella 9. Dall'esistenza di un sussidio, di entità niente affatto trascurabile, si passa ad una incidenza fiscale che oscilla (a seconda delle ipotesi fatte per i rendimenti netti e del valore assunto dall'aliquota dell'imposta patrimoniale commisurata al valore netto del fondo) fra: il 37.2% e il 40.5% nell'ipotesi di finanziamento con azioni ordinarie; il 40.7% e il 43.8% nel caso di finanziamento con azioni di risparmio; il 30.2% e il 33.9% nell'ipotesi di autofinanziamento; e, infine, il 38.9% e il 42.2% nell'ipotesi di emissione di titoli obbligazionari, se gli interessi passivi corrisposti su detti titoli non sono deducibili dalla base imponibile della società emittente.

Anche in questo caso, analogamente a quello di un partecipante- persona fisica, i redditi da capitale che (a parità di rendimento netto e del valore assunto dall'aliquota dell'imposta patrimoniale) subiscono il maggior onere fiscale sono i dividendi corrisposti alle azioni di risparmio.

Altre considerazioni sarebbero possibili qualora l'analisi di questo caso, relativo ad un finanziamento da parte di un fondo comune le cui quote di partecipazione sono detenute da una impresa di assicurazione, fosse estesa per tenere conto del modo attraverso cui quest'ultima (cioè l'impresa di assicurazione) raccoglie risparmio sul mercato mobiliare. Se si volesse completare l'analisi in questa direzione occorrerebbe tenere presente che:

- a fronte delle riserve matematiche investite dalla impresa di assicurazione in quote del fondo comune vi sono i premi versati dagli assicurati. Per questi, come è noto, la normativa tributaria consente, in certe circostanze ed entro certi limiti⁶¹, la deducibilità dalla base imponibile dell'Irpef;

- nonostante questa agevolazione, i capitali riscossi dall'assicurato non sono inclusi nella base imponibile dell'imposta personale; è prevista, invece -dall'art.6, primo comma, della legge n..... del9.1985- una ritenuta del 12.5% "commisurata alla differenza fra l'ammontare del capitale corrisposto e quello dei premi riscossi, ridotta del 2% per ogni anno successivo al decimo se il capitale è corrisposto dopo almeno dieci anni dalla conclusione del contratto di assicurazione"⁶².

3.5 La "doppia non neutralità" del sistema tributario nei confronti delle decisioni finanziarie delle imprese: una visione di insieme.

Nella tabella 10 sono riassunti i principali risultati dell'analisi fin qui condotta: le informazioni raccolte consentono di apprezzare in modo immediato le discriminazioni esercitate dal sistema tributario italiano non solo fra i diversi tipi di finanziamento degli investimenti disponibili per l'impresa, ma anche in funzione della particolare natura (persona fisica o persona giuridica) del titolare delle attività finanziarie emesse dall'impresa, nonché della presenza o meno di un fondo comune che opera come intermediario fra le decisioni di risparmio e quelle di investimento.

Osservando la tabella per riga, infatti, ovvero per ciascun tipo di "prodotto finanziario" considerato, (azioni ordinarie, di

Tab. 10. La "doppia non neutralità". Incidenza fiscale complessiva sui redditi provenienti da un investimento finanziato in modi alternativi: disaggregazione per tipo di titolo, natura giuridica del finanziatore, canale di finanziamento.

tipo di finanziamento		persona fisica	pers. fisica e fondo comune (1)	persona giuridica	impr. assic. e fondo comune (1)
azioni ordinarie		da 31.3% a 70.7% (2)	da 52.0% a 54.0%	46.4%	da 37.2% a 40.5%
azioni di risparmio		da 31.3% a 54.4% (3)	da 54.7% a 56.6%	da 46.4% a 54.4% (4)	da 40.7% a 43.8%
autofinanziamento		46.4%	da 46.8% a 49.0%	da 46.4% a 71.2% (5)	da 30.2% a 33.9%
obblig. ordin. e convert.	deducibilità interessi passivi	12.5%	da 13.1% a 16.7%	46.4%	da -13.9% a - 7.8%
	non deducib. interessi passivi	53.1%	da 53.4% a 55.3%	71.2%	da 38.9% a 42.2%

- (1) I valori riportati sono quelli minimi e massimi calcolati rispettivamente per $r = 15\%$ e $t_k = 0.10\%$, il primo e per $r = 5\%$ e $t_k = 0.25\%$, il secondo.
- (2) Valore minimo e massimo calcolati rispettivamente in corrispondenza della aliquota marginale più bassa (18%) e di quella più elevata (65%) previste per l'Irpef.
- (3) Nell'ipotesi che il risparmiatore-persona fisica opti per il regime più conveniente dal punto di vista fiscale.
- (4) A seconda che la società opti per la ritenuta d'acconto o definitiva.
- (5) A seconda che le plusvalenze eventualmente derivanti da utili accantonati non generino o, alternativamente, costituiscano materia imponibile in testa all'azionista-persona giuridica.

risparmio, etc.), è possibile valutare come una medesima fonte di finanziamento per l'impresa sia tassata in modo differenziato a seconda della particolare natura del detentore dei titoli emessi dall'impresa stessa e a seconda del fatto che, nel processo che lega domanda e offerta di fondi sul mercato dei capitali, intervenga o meno un investitore istituzionale (il fondo comune) a fungere da intermediario.

Osservando, invece, la medesima tabella 10 per colonna, ciò che si evidenzia è il diverso trattamento assegnato dal sistema tributario alle fonti alternative di finanziamento degli investimenti disponibili per le imprese.

In sintesi, la tabella 10 riassume la "doppia non neutralità" del sistema tributario nei confronti sia delle principali fonti, sia dei più importanti canali di finanziamento degli investimenti (diversi da quelli che transitano per gli intermediari creditizi) disponibili per le imprese operanti in Italia.

Per quanto riguarda le discriminazioni osservabili per colonna (di cui si è già detto estesamente nei paragrafi precedenti) la principale conclusione emersa può essere così riassunta: tranne nell'ipotesi di sottoscrizione da parte di un soggetto economico avente personalità giuridica, l'emissione di titoli obbligazionari è la forma di finanziamento degli investimenti in assoluto più favorita dalla normativa tributaria vigente (purchè la società emittente possa dedurre dal proprio imponibile gli interessi passivi).

Tuttavia, lo si nota osservando la tabella per riga (ovvero per ciascuna delle diverse modalità di finanziamento considerate), la raccolta di fondi tramite l'emissione di prestiti obbligazionari è anche la forma di finanziamento per la quale più differenziato è il regime tributario, in funzione della natura

giuridica del percettore degli interessi obbligazionari e del "canale" attraverso cui questi redditi da capitale sono percepiti. Infatti, in questa ipotesi di finanziamento delle imprese, l'incidenza fiscale complessiva passa da un valore negativo del 13.9% ad uno positivo del 46.4%, nell'ipotesi che la società finanziata possa dedurre dal proprio imponibile gli interessi passivi corrisposti sul proprio capitale di debito e del 71.2% nell'ipotesi opposta di non deducibilità degli interessi passivi in testa alla società finanziata. Ciò significa che, mentre nel caso più "sfavorevole" (obbligazioni detenute direttamente da una società di capitali e non deducibilità degli interessi passivi dall'imponibile della società emittente) quest'ultima dovrebbe guadagnare (sull'investimento finanziato con prestiti obbligazionari) un rendimento lordo pari al 52.1%, per potere remunerare l'obbligazionista con un rendimento netto del 15%, in quella più "favorevole" (obbligazioni sottoscritte da un fondo comune le cui quote di partecipazione sono detenute da una impresa di assicurazioni e deducibilità degli interessi passivi in testa alla società emittente) vi è addirittura un sussidio da parte dello stato: come si è già avuto modo di osservare, un uguale rendimento netto, del 15%, potrebbe essere garantito, in questo caso, dalla società emittente, con un rendimento lordo inferiore, più precisamente pari al 13.2%.

Anche in corrispondenza delle altre righe della tabella, ovvero per ognuna delle altre modalità di finanziamento degli investimenti considerate, le discriminazioni per tipo di finanziatore (persona fisica o persona giuridica) e per canale di finanziamento (intermediazione da parte di un fondo comune o detenzione diretta dei titoli) non sono, tuttavia, trascurabili.

Ad esempio, nel caso di finanziamento con azioni di risparmio, si passa da un'incidenza fiscale minima del 31.3% (se le azioni sono detenute direttamente da un risparmiatore-persona fisica assoggettato all'aliquota base dell'Irpef) ad una massima del 56.6% (se le medesime azioni sono sottoscritte da un fondo comune i cui certificati sono detenuti da un risparmiatore individuale); nell'ipotesi di autofinanziamento si passa da una incidenza fiscale minima del 30.2% (nell'ipotesi di intermediazione da parte di un fondo comune i cui certificati sono sottoscritti da una impresa di assicurazione) ad una massima del 71.2% (se l'azionista è una persona giuridica e se l'accantonamento di utili dà luogo a plusvalenze tassate in testa alla società finanziatrice).

In linea generale si può concludere, osservando la tabella 10, che tra i diversi casi presi in esame, quello che risulta essere maggiormente avvantaggiato, dalla normativa tributaria vigente, è il finanziamento attraverso l'intermediazione di un fondo comune i cui certificati sono sottoscritti da una impresa di assicurazione. Tutti i redditi da capitale considerati sono infatti tassati, in questo particolare circuito di finanziamento delle imprese, con una aliquota inferiore, rispetto agli altri casi considerati, se si prescinde dall'eventualità che esistano azionisti-persone fisiche il cui reddito imponibile rientra nei primi scaglioni definiti per l'imposta personale. Il vantaggio sarebbe ancora maggiore se si tenesse presente che i fondi investiti dall'impresa di assicurazione in certificati del fondo comune derivano, come si è detto nel precedente paragrafo, dai premi versati dall'assicurato, che sono, a loro volta (seppure entro certi limiti), deducibili dall'imponibile Irpef e se si tenesse presente, ancora, che i redditi che remunerano, in ultima

istanza, la polizza vita dell'assicurato sono tassati unicamente (anche di questo si è detto nel paragrafo precedente) con un'aliquota del 12.5%.

Non sembra, certo, alla luce delle informazioni raccolte nella tabella 10, che il sistema tributario vigente, comprese le norme introdotte per i fondi comuni di investimento, vada nella direzione indicata dalla Commissione di studio sul sistema creditizio e finanziario (istituita dal Ministro del Tesoro Andreatta nel 1981) che, si ricorda, elencava, nella Relazione finale, fra "gli obiettivi che possono essere preposti alla costruzione di un nuovo sistema di finanziamento delle imprese" anche quello di "restituire ai tassi di interesse la loro naturale funzione di regolazione dei flussi di domanda e offerta di fondi, eliminando ogni strumento improprio quale è quello fiscale" (p. 55). O, forse, il legislatore fiscale, dopo avere lentamente abolito la convenienza fiscale all'indebitamento presso gli intermediari creditizi, ha deciso di tornare nuovamente in campo (ancora una volta con uno strumento "improprio"?) per agevolare la formazione e lo sviluppo di nuovi circuiti di finanziamento delle imprese e di raccolta del risparmio delle famiglie, quali sono, ad esempio, quelli che vedono agire congiuntamente, sul mercato dei capitali, i fondi comuni di investimento mobiliare e le imprese di assicurazione autorizzate al ramo vita.

In questa appendice vengono descritte le espressioni utilizzate per costruire le tabelle 6, 7, 8, 9.

Con p_i e con t_i sono indicati rispettivamente il rendimento lordo che deve essere ottenuto dalla società per potere remunerare con un medesimo rendimento netto colui che offre all'impresa i fondi necessari a finanziare l'acquisto di un bene capitale e l'incidenza fiscale complessiva, misurata dal divario fra rendimenti lordi e netti, in percentuale dei primi.

Il deponente i ($i = 1, 2, \dots, 19$) serve ad individuare ciascuno dei casi che prenderemo in esame.

Si ricorda che questi sono fra loro distinti in base alle seguenti ipotesi:

- tipo di finanziamento utilizzato dall'impresa: emissione di azioni ordinarie, emissione di azioni di risparmio, autofinanziamento, emissione di titoli obbligazionari (nelle due ipotesi, alternative, di completa deducibilità e di totale non deducibilità degli interessi passivi dalla base imponibile delle imposte sulla società);
- natura giuridica del detentore dei titoli dell'impresa: persona fisica e persona giuridica;
- canale di finanziamento: detenzione diretta dei titoli da parte di una persona fisica o di una persona giuridica oppure intermediazione da parte di un fondo comune di investimento mobiliare di diritto italiano.

A.1 Finanziamento con capitale proprio e di debito detenuto direttamente da un risparmiatore-persona fisica.

Azioni ordinarie

A differenza di quanto fatto nel capitolo relativo ai confronti internazionali, si è tenuta ora presente l'incidenza dell'Ilor; come è noto, questa imposta, a differenza dell'Irpeg, non è "annullata", in testa al socio, dal credito di imposta concesso ai dividendi.

Si ha, indicando con t_i l'aliquota legale dell'Ilor (16.2%) e con t_p l'aliquota marginale dell'Irpef:

$$(1) \quad p_1 = \frac{r}{(1-t_i)(1-t_p)}$$

$$(2) \quad t_1 = t_i + t_p(1-t_i)$$

Azioni di risparmio

Se il risparmiatore opta per la ritenuta d'acconto il rendimento lordo p e l'incidenza fiscale t coincidono con quelli indicati nella (1) e nella (2), nell'ipotesi di finanziamento con azioni ordinarie.

Nel caso di opzione per la ritenuta definitiva, i dividendi corrisposti agli azionisti subiscono, invece, l'incidenza dell'Ilor e dell'Irpeg in testa alla società e, successivamente, la ritenuta del 15% operata alla fonte dalla società che distribuisce gli utili. Indicando quest'ultima con t_r e l'aliquota Irpeg con t_s , si ha:

$$(3) \quad p_2 = \frac{r}{(1-t_i)(1-t_s)(1-t_r)}$$

$$(4) \quad t_2 = t_1 + t_s(1-t_1) + t_r(1-t_1)(1-t_s)$$

Poichè nel caso alternativo, di opzione per il regime della ritenuta di acconto, l'aliquota effettiva, già calcolata nella (2), risultava pari a $t_1 + t_p(1-t_1)$, ne deriva che sarà conveniente, dal mero punto di vista fiscale (ovvero tralasciando i vantaggi dell'anonimato), optare per questo regime, piuttosto che per quello della ritenuta definitiva, ogniqualvolta $t_p < t_s + t_r(1-t_s)$ e cioè per aliquote marginali dell'imposta personale sul reddito inferiori al 45.6% (in altri termini, per quei dividendi che non portano il reddito complessivo del percettore a superare i 60 milioni di lire).

Autofinanziamento

Si è mantenuta, in questo capitolo, l'ipotesi che il risparmiatore-persona fisica non subisca alcuna tassazione sulle plusvalenze eventualmente derivanti da accantonamento di utili presso l'impresa. Sugli utili trattenuti e reinvestiti gravano dunque, in questa ipotesi, unicamente l'Ilor e l'Irpeg:

$$(5) \quad p_3 = \frac{r}{(1-t_1)(1-t_s)}$$

$$(6) \quad t_3 = t_1 + t_s(1-t_1)$$

Obbligazioni ordinarie e convertibili

Nell'ipotesi di deducibilità degli interessi passivi dalla base imponibile delle imposte (Ilor e Irpeg) dovute in testa alla società, si ha:

$$(7) \quad p_4 = \frac{r}{(1-t_0)}$$

$$(8) \quad t_4 = t_0$$

mentre, nel caso opposto, di totale non deducibilità:

$$(9) \quad p_5 = \frac{r}{(1-t_1)(1-t_s)(1-t_0)}$$

$$(10) \quad t_5 = t_1 + t_s(1-t_1) + t_0(1-t_1)(1-t_s)$$

ove con t_0 si indica la ritenuta del 12.5% operata sugli interessi corrisposti sia alle obbligazioni ordinarie, sia a quelle convertibili.

A.2 Finanziamento con capitale proprio e di debito nel caso di intermediazione da parte di un fondo comune i cui certificati sono detenuti da una persona fisica.

Dalla normativa tributaria ricordata nel testo (paragrafo 3.2), prevista per i proventi percepiti da un fondo comune di investimento mobiliare e distribuiti ad un partecipante-persona fisica deriva che:

- i dividendi percepiti dal fondo sulle azioni ordinarie e su quelle di risparmio sono al netto sia delle imposte dovute dalla società emittente (Ilor e Irpeg), sia della ritenuta operata dalla società medesima al momento della distribuzione degli utili. Detta ritenuta, si ricorda, è pari al 10% per le azioni ordinarie e al 15% per quelle di risparmio;

- gli interessi derivanti dalla sottoscrizione di prestiti obbligazionari (indipendentemente dal fatto che si tratti di

obbligazioni ordinarie e convertibili) sono al netto o della sola ritenuta del 12.5% o, alternativamente (nel caso in cui gli interessi non siano deducibili dall'imponibile della società emittente), della medesima ritenuta e, in aggiunta, dell'Ilor e dell'Irpeg pagate in testa alla società che corrisponde gli interessi;

- i proventi che derivano al fondo sotto forma di plusvalenze (si ricorda che questo può accadere quando la società decide di finanziare i propri investimenti con utili accantonati) non subiscono alcuna ritenuta e sono dunque al netto, unicamente, delle imposte (Ilor e Irpeg) dovute dalla società che finanzia l'investimento con utili accantonati.

Per calcolare il costo per la società di corrispondere ad un risparmiatore-persona fisica che opera per il tramite di un fondo comune un certo rendimento netto pari ad r occorrerà tenere presente, oltre alle forme di prelievo ricordate, anche l'imposta dovuta dal fondo e commisurata al patrimonio del medesimo.

Detto costo sarà dunque pari a:

$$(11) \quad p_6 = \frac{r + t_k}{(1-t_1)(1-t_s)(1-t_a)}$$

nel caso di finanziamento con azioni ordinarie;

$$(12) \quad p_7 = \frac{r + t_k}{(1-t_1)(1-t_s)(1-t_r)}$$

nel caso di finanziamento con azioni di risparmio;

$$(13) \quad p_8 = \frac{r + t_k}{(1-t_1)(1-t_s)}$$

nel caso di autofinanziamento e, infine,

$$(14) \quad p_9 = \frac{r + t_k}{(1-t_o)}$$

oppure,

$$(15) \quad p_{10} = \frac{r + t_k}{(1-t_1)(1-t_s)(1-t_o)}$$

nel caso di finanziamento con obbligazioni, ipotizzando, alternativamente, che gli interessi passivi siano totalmente deducibili o, invece, non deducibili dall'imponibile della società emittente. Oltre ai simboli già noti, t_k sta ad indicare l'aliquota dell'imposta patrimoniale, pari allo 0.25% o allo 0.10% a seconda della composizione del portafoglio del fondo e t_a la ritenuta del 10%, solitamente a titolo di acconto, ma nella fattispecie a titolo di imposta, operata dalla società emittente sui dividendi distribuiti agli azionisti ordinari.

Le corrispondenti aliquote effettive di imposta, calcolate come divario fra ciascuno dei rendimenti lordi illustrato nelle espressioni (11)-(15) e un medesimo rendimento netto r , in percentuale del rendimento lordo, sono:

$$(16) \quad t_6 = \frac{r[t_1+t_s(1-t_1)+t_a(1-t_1)(1-t_s)]+t_k}{r + t_k}$$

$$(17) \quad t_7 = \frac{r[t_1+t_s(1-t_1)+t_r(1-t_1)(1-t_s)]+t_k}{r + t_k}$$

$$(18) \quad t_8 = \frac{r[t_1+t_s(1-t_1)]+t_k}{r + t_k}$$

$$(19) \quad t_g = \frac{rt_o + t_k}{r + t_k}$$

$$(20) \quad t_{10} = \frac{r[t_1 + t_s(1-t_1) + t_o(1-t_1)(1-t_s)] + t_k}{r + t_k}$$

da cui si può ricavare, ricordando che $t_a < t_o < t_r$, la seguente graduatoria: $t_b < t_{10} < t_6 < t_g < t_7$. Ciò significa che, a parità di rendimento netto r e dell'aliquota dell'imposta patrimoniale t_k , l'incidenza fiscale complessiva è la più bassa nell'ipotesi di finanziamento con obbligazioni, se gli interessi passivi sono completamente deducibili dalla base imponibile delle imposte dovute dalla società; seguono: l'autofinanziamento, l'emissione di azioni ordinarie, il finanziamento con obbligazioni, nel caso di non deducibilità degli interessi passivi e, infine, il finanziamento con azioni di risparmio, che è la forma (tra quelle considerate) che mostra la più elevata incidenza fiscale complessiva.

Si può anche notare, confrontando le espressioni (16), (17) e (20), che l'incidenza fiscale sui redditi derivanti dalla sottoscrizione, da parte del fondo, di titoli azionari (azioni ordinarie e di risparmio) e obbligazionari (nell'ipotesi di non deducibilità degli interessi passivi) si differenzia solo per la scelta del legislatore (attuata con quale razionalità?) di non uniformare le ritenute operate su questi proventi corrisposti al fondo (ovvero t_a , t_r e t_o).

Poichè la differenza più rilevante, rispetto al caso trattato precedentemente di detenzione diretta dei titoli da parte di un

risparmiatore-persona fisica riguarda il trattamento dei dividendi corrisposti alle azioni ordinarie, è interessante ricavare il valore dell'aliquota t_p al di sopra della quale, a parità di altre condizioni, non sarà più conveniente, per una persona fisica, la sottoscrizione diretta di titoli azionari.

Confrontando la (16) con la (2), si ha che $t_1 > t_6$, ovvero l'intermediazione da parte di un fondo comune sarà conveniente (dal mero punto di vista della minimizzazione degli oneri fiscali) se:

$$t_p > \frac{r t_s + r t_a(1-t_s) + t_k}{r + t_k}$$

A.3 Finanziamento con capitale proprio e di debito detenuto direttamente da una persona giuridica.

Azioni ordinarie

Si è ricordato, nel testo, come la normativa fiscale vigente in Italia sia tale da non porre sugli utili distribuiti dalla società finanziata A ad un azionista-persona giuridica, alcun onere addizionale rispetto all'Ilor e all'Irpeg già pagate in testa alla società A. Si ha dunque, nell'ipotesi di finanziamento con emissione di nuovi titoli azionari sottoscritti da una persona giuridica che chiameremo B:

$$(21) \quad p_{11} = \frac{r}{(1-t_1)(1-t_s)}$$

$$(22) \quad t_{11} = t_1 + t_s(1-t_1)$$

Azioni di risparmio

Il costo per la società A e l'incidenza fiscale complessiva

coincidono, come si è già avuto modo di ricordare nel testo, con il caso appena illustrato, di finanziamento con azioni ordinarie, se la società B che sottoscrive azioni di risparmio opta per il regime della ritenuta d'acconto.

Nel caso di opzione per la ritenuta a titolo di imposta vi è, invece, un onere aggiuntivo, dovuto alla ritenuta definitiva del 15% operata alla fonte sui dividendi distribuiti dalla società A alla società B. Si ottiene, allora:

$$(23) \quad p_{12} = \frac{r}{(1-t_1)(1-t_s)(1-t_r)}$$

$$(24) \quad t_{12} = t_1 + t_s(1-t_1) + t_r(1-t_1)(1-t_s)$$

L'incidenza fiscale complessiva, come si nota confrontando la (24) con la (4), corrisponde perfettamente a quella calcolata nell'ipotesi in cui il percettore dei dividendi è una persona fisica; detto altrimenti, il "cuneo di imposta" fra rendimenti lordi (sull'investimento) e netti (sul risparmio) è indipendente, nel caso di finanziamento con azioni di risparmio, dalla natura giuridica del detentore di questi titoli.

Autofinanziamento

Nell'ipotesi di autofinanziamento, oltre all'incidenza dell'Ilor e dell'Irpeg sugli utili accantonati dalla società A, occorre tenere presente anche l'eventualità che questi ultimi si traducano in plusvalenze di pari ammontare, tassabili "nuovamente" (con l'Ilor e con l'Irpeg) in testa alla società partecipante B.

Si è detto, nel testo, dei motivi che rendono plausibili sia l'ipotesi di completa tassazione delle plusvalenze in testa a B, sia quella di esenzione o elusione delle medesime.

In quest'ultimo caso si ottiene:

$$(25) \quad p_{13} = \frac{r}{(1-t_1)(1-t_s)}$$

$$(26) \quad t_{13} = t_1 + t_s(1-t_1)$$

Nel primo caso, invece, ovvero, nell'ipotesi di tassazione delle plusvalenze in testa a B:

$$(27) \quad p_{14} = \frac{r}{(1-t_1)^2(1-t_s)^2}$$

$$(28) \quad t_{14} = t_1(2-t_1) + t_s(2-t_s)(1-t_1)^2$$

Obbligazioni ordinarie e convertibili

Il costo per la società e l'incidenza fiscale complessiva coincidono, in questo caso, rispettivamente con p_{13} e con t_{13} (ovvero con quelle calcolate nell'ipotesi di autofinanziamento e non tassazione delle plusvalenze in testa a B), se vi è completa deducibilità degli interessi passivi dalla base imponibile della società finanziata A e con p_{14} e t_{14} (autofinanziamento e tassazione delle plusvalenze in testa alla società partecipante B) nell'ipotesi, opposta, di totale non deducibilità degli interessi passivi dalla base imponibile della società che emette il prestito obbligazionari.

Nel primo caso, infatti (quello di completa deducibilità degli

interessi passivi), gli utili derivanti dall'investimento effettuato dalla società A e distribuiti, sotto forma di interessi, alla società B subiranno l'incidenza dell'Ilor e dell'Irpeg in testa alla società B. La ritenuta operata sugli interessi corrisposti ad una persona giuridica è, infatti (lo si è già ricordato nel testo) a titolo di acconto: gli interessi entrano dunque a far parte della base imponibile dell'Ilor e dell'Irpeg in testa alla società B che li percepisce.

Nel secondo caso, invece (quello di non deducibilità degli interessi passivi), occorrerà aggiungere all'incidenza dell'Ilor e dell'Irpeg in testa a B, di cui si è appena detto, anche la tassazione in testa alla società finanziata A degli utili corrisposti sotto forma di interessi a B.

A.4 Finanziamento con capitale proprio e di debito nel caso di intermediazione da parte di un fondo comune i cui certificati sono detenuti da una impresa di assicurazioni.

Si è illustrata, nel testo, la relazione esistente fra il rendimento netto che può essere percepito tramite l'intermediazione di un fondo comune da un partecipante-persona fisica e quello che può essere invece percepito da un partecipante-persona giuridica (più precisamente, da una impresa di assicurazione autorizzata al ramo vita che investe le proprie riserve matematiche in certificati rappresentativi di quote di partecipazione al fondo). Detta relazione, che per comodità ripetiamo, è:

$$(29) \quad r^* = \frac{r(1.10)}{(1-t_i)}$$

ove con r^* si indica il rendimento netto per la compagnia di

assicurazione e con r quello netto per un partecipante-persona fisica, che coincide anche (data la non tassabilità dei proventi percepiti da quest'ultimo tramite un fondo comune) con quello al netto dell'imposta patrimoniale percepito dal fondo sui propri investimenti finanziari. Poichè $(1-t_1) < 1$, si nota, dalla (29), che $r^* > r$.

Ricavando r dalla (29) e sostituendo l'espressione così ottenuta nelle relazioni (11)-(15) è possibile calcolare il costo di un finanziamento con capitale proprio e con indebitamento nel caso di intermediazione da parte di un fondo comune le cui quote di partecipazione sono detenute da una compagnia assicurativa autorizzata al ramo vita.

Detto costo è dato da:

$$(30) \quad p_{15} = \frac{r^*(1-t_1) + t_k(1.10)}{(1-t_1)(1-t_s)(1-t_a)(1.10)}$$

nell'ipotesi di finanziamento con azioni ordinarie;

$$(31) \quad p_{16} = \frac{r^*(1-t_1) + t_k(1.10)}{(1-t_1)(1-t_i)(1-t_r)(1.10)}$$

nell'ipotesi di finanziamento con azioni di risparmio;

$$(32) \quad p_{17} = \frac{r^*(1-t_1) + t_k(1.10)}{(1-t_1)(1-t_s)(1.10)}$$

nel caso di autofinanziamento degli investimenti; e, infine,

$$(33) \quad p_{18} = \frac{r^*(1-t_1) + t_k(1.10)}{(1-t_o)(1.10)}$$

oppure,

$$(34) \quad p_{19} = \frac{r^*(1-t_1) + t_k(1.10)}{(1-t_1)(1-t_s)(1-t_o)(1.10)}$$

nel caso di finanziamento con obbligazioni, in ciascuna delle due ipotesi di completa deducibilità o indeducibilità degli interessi passivi dalla base imponibile delle imposte sulle società.

Sulla base di queste espressioni è possibile ricavare l'incidenza fiscale complessiva, calcolata, nel modo ormai usuale, come divario fra i rendimenti lordi p_i ($i = 15, \dots, 19$) e il rendimento netto r^* , in percentuale dei rendimenti lordi. Per ciascuna delle ipotesi di finanziamento degli investimenti esaminate si ha:

$$(35) \quad t_{15} = 1 - \frac{r^*(1-t_1)(1-t_s)(1-t_a)(1.10)}{r^*(1-t_1) + t_k(1.10)}$$

$$(36) \quad t_{16} = 1 - \frac{r^*(1-t_1)(1-t_s)(1-t_r)(1.10)}{r^*(1-t_1) + t_k(1.10)}$$

$$(37) \quad t_{17} = 1 - \frac{r^*(1-t_1)(1-t_s)(1.10)}{r^*(1-t_1) + t_k(1.10)}$$

$$(38) \quad t_{18} = 1 - \frac{r^*(1-t_0)(1.10)}{r^*(1-t_1) + t_k(1.10)}$$

$$(39) \quad t_{19} = 1 - \frac{r^*(1-t_1)(1-t_s)(1-t_0)(1.10)}{r^*(1-t_1) + t_k(1.10)}$$

Alcune considerazioni meritano di essere fatte con riferimento alla (38), che illustra l'incidenza fiscale complessiva nel caso di un finanziamento degli investimenti con emissione di obbligazioni (e nell'ipotesi che la società finanziata possa

dedurre dal proprio imponibile gli interessi passivi) sottoscritte da un fondo comune le cui quote di partecipazione sono detenute da una compagnia di assicurazione. Questo circuito di finanziamento degli investimenti mostra un particolare interesse in quanto, come si è sottolineato nel testo, consente di remunerare la compagnia di assicurazione da cui deriva, in ultima istanza, il risparmio affluito presso l'impresa con un rendimento netto superiore a quello lordo ottenibile dalla società sull'investimento finanziato con l'emissione del prestito obbligazionario. La (38) consente di valutare con più precisione quali sono le condizioni affinché possa verificarsi questa situazione. Infatti, l'esistenza di un sussidio, ovvero di un divario negativo fra il rendimento lordo p_{18} e quello netto r^* , implicherà un valore negativo per l'aliquota t_{18} , che sintetizza l'incidenza fiscale complessiva in questo particolare circuito di finanziamento degli investimenti. Sulla base della (38) e ricordando che $t_0 = 12.5\%$ e $t_1 = 16.2\%$ è possibile dimostrare che $t_{18} < 0$ se $r^* > 2.2\%$, nell'ipotesi in cui il valore assunto dall'aliquota dell'imposta patrimoniale t_k sia uguale allo 0.25% e se $r^* > 0.9\%$, nell'ipotesi, alternativa, che data la struttura del portafoglio del fondo, t_k sia uguale allo 0.10% . Anche per rendimenti molto bassi si è in presenza, dunque, in questa particolare forma di finanziamento degli investimenti, di un sussidio da parte dello stato.

Note

(1) Si veda, soprattutto, il documento conclusivo dell'indagine conoscitiva sulla politica industriale della Commissione Industria del Senato (1985) e il dibattito su questo documento ("documento Rebecchini") apparso sul Sole-24 Ore a partire dal 30.8.1985. Cfr., anche, C.E.R., I.R.S. (1986).

E' noto, poi, che nel d.d.l. sulla riforma dell'Irpef e dell'imposta sulle successioni e sulle donazioni presentato dal Ministro Visentini e approvato dal Consiglio dei Ministri il 5.10.1985 era contenuta una disposizione (successivamente "stralciata") che aveva lo scopo di promuovere gli investimenti concedendo un "incentivo fiscale" alle imprese. Detta disposizione (prevista all'art.8 del d.d.l.) stabiliva infatti che: "Per i tre periodi di imposta successivi a quello di entrata in vigore della presente legge, l'ammontare del reddito di impresa dichiarato corrispondente all'eccedenza dell'ammontare degli investimenti ... in confronto all'ammontare degli ammortamenti ... concorre nella misura dell'ottantadue per cento alla formazione del reddito imponibile ..."

(2) Col termine imprese faremo sempre riferimento, nel corso di questo lavoro, ad imprese che hanno veste societaria.

(3) Cfr., tra i più recenti, Feldstein, Dicks-Mireau, Poterba (1983); Boadway, Bruce, Mintz (1984a); King, Fullerton (1984); O.E.C.D. (1985).

(4) Hammer (1975), p.316; Mc Lure, Jr. (1979) usa una terminologia in parte diversa.

(5) Cfr. Canadian Royal Commission on Taxation (1966).

(6) Se ragionassimo in un contesto di incertezza l'obiettivo dell'impresa dovrebbe essere definito in termini di massimizzazione del valore di mercato dell'impresa. In condizioni di certezza, si ricorda, i due obiettivi (massimizzazione dei profitti e massimizzazione del valore di mercato dell'impresa) si equivalgono (cfr. Modigliani, Miller, 1958, p.262).

(7) Modigliani e Miller (1958) dimostrano che anche in condizioni di incertezza le scelte finanziarie delle imprese sono irrilevanti ai fini delle decisioni di investimento. Tuttavia, questa conclusione dipende, come è noto, da particolari ipotesi tra cui, di particolare rilievo, sono l'assenza di imposizione e di costi connessi al maggior rischio di insolvenza collegato a più elevati livelli di indebitamento.

Una semplice sintesi del modello di Modigliani e Miller e del dibattito precedente e successivo il contributo dei due autori, è contenuta in Van Horne (1984), ch. 9; più in generale, sulla interrelazione fra decisioni finanziarie e reali delle imprese, tenendo conto sia delle imposte, sia dei costi connessi alla possibilità di fallimento, cfr. Gordon, Malkiel (1981).

(8) Per un'analisi più dettagliata cfr. Bradford, Fullerton (1981); Auerbach (1983a); Fullerton (1984, 1985); Gravelle (1985).

(9) La distinzione fra t e t' è quella, per usare la terminologia anglosassone, fra "tax-inclusive" e "tax-exclusive"

rate, ovvero fra una aliquota di imposta calcolata con riferimento ad una base imponibile che include l'imposta (tax-inclusive) e che la esclude (tax-exclusive). Cfr. Meade Committee, 1978, pp. 28-29.

(10) Osserva Kaldor (1971), a questo proposito: "E' solo nel caso di un investimento marginale (cioè di un investimento al margine della profittabilità) che gli effetti disincentivanti della tassazione diventano importanti per le decisioni di impresa ... e per un investimento marginale ciò che importa è l'aliquota marginale di imposta" (p.126).

(11) King, Fullerton (1984), ad esempio, calcolano 81 "aliquote effettive marginali totali di imposta" in quanto classificano:

1) i progetti di investimento in: (a) investimenti in macchinari e impianti; (b) edifici; (c) scorte;

2) il settore in cui viene effettuato l'investimento in: (a) industria manifatturiera; (b) altre industrie; (c) commercio;

3) il tipo di finanziamento utilizzato in: (a) indebitamento; (b) autofinanziamento; (c) emissione di nuovo capitale azionario;

4) il soggetto finanziatore in: (a) famiglie; (b) investitori istituzionali esenti da imposta (ad esempio, i fondi pensione); (c) imprese di assicurazione.

(12) Sul fatto che anche imposte generali tendano a trasferirsi o a capitalizzarsi nel prezzo di un titolo esiste, nella letteratura, maggiore controversia; cfr. Steve (1976), pp. 65-66, 81-90; Cosciani (1977) pp. 119-123.

(13) Ad esempio, con riferimento al mercato delle attività finanziarie a "reddito fisso" in Italia, Di Majo (1980) dimostra che, dato il sistema di tassazione adottato con la riforma tributaria del 1974, la simultanea presenza sul mercato di investitori-persone fisiche e di investitori-persone giuridiche "rende impossibile l'esistenza di una struttura dei rendimenti di equilibrio" (p. 45). Più recentemente, Auerbach e King (1983) dimostrano che "in un mondo in cui gli investitori sono soggetti a differenti aliquote di imposta non esiste equilibrio a meno che non siano imposti dei vincoli". In quest'ultimo caso, inoltre (ovvero in presenza di vincoli all'arbitraggio), le caratteristiche che detto equilibrio potrà assumere saranno quelle di un "equilibrio segmentato". Gli investitori, in modo del tutto analogo a quanto suggerito da Miller (1977), saranno divisi in due gruppi: un primo gruppo che specializza il proprio portafoglio in azioni e un secondo gruppo che detiene, invece, unicamente titoli rappresentativi del capitale di debito.

(14) Questa procedura è usata in King, Fullerton (1984), ove le "aliquote effettive marginali totali di imposta" sono infatti calcolate ipotizzando che sia esogenamente prefissato il rendimento lordo in testa alla società o, alternativamente, il tasso di interesse di mercato al lordo delle imposte personali.

(15) Per un semplice modello che consente di tradurre una aliquota legale sulle plusvalenze realizzate in una corrispondente aliquota sulle plusvalenze maturate, cfr. King (1977), ch. 3; King, Fullerton (1984), ch.2.

(16) Il dibattito sui fattori che determinano la politica dei

dividendi delle imprese è efficacemente sintetizzato in Auerbach (1983a). Cfr., anche, Gordon, Malkiel (1981); Edwards (1984a).

(17) In modo esplicito questa "view" è stata avanzata, per primi, da Auerbach (1979) e Bradford (1981).

(18) Si noti che ciò ha implicazioni importanti dal punto di vista degli effetti che possono derivare da una riduzione dell'imposta sui dividendi, ad esempio, tramite il passaggio da un sistema di tassazione di tipo classico ad uno di parziale integrazione tra le imposte personali e quelle dovute dalle società, analogo a quello adottato nella gran parte dei paesi europei. Come si avrà modo di ricordare nel prossimo capitolo, il dibattito sulla abolizione del sistema di tassazione classico delle società di capitali è stato ed è tuttora particolarmente vivace negli Stati Uniti. Secono la "new view", che si è sviluppata avendo prevalentemente come riferimento il sistema di tassazione adottato in quel paese, ogni riforma che avesse come obiettivo una attenuazione della tassazione dei dividendi non avrebbe effetti di lungo periodo sulle decisioni di accumulazione delle imprese: l'effetto di una riforma di questo tipo sarebbe quello di aumentare il valore di mercato delle azioni, "regalando" così, agli attuali azionisti, un guadagno inatteso in conto capitale (Bradford, 1981; Summers, 1981).

(19) Infatti, l'ammortamento dell'imposta sui dividendi ipotizzato dalla "new view" implica una sottovalutazione del valore di mercato delle azioni: in questa situazione non sarà mai conveniente, per l'impresa, realizzare un progetto di investimento finanziandosi con nuovo capitale azionario; tuttavia, il medesimo progetto può divenire conveniente se è finanziato con utili trattenuti.

Si consideri il seguente caso, in cui la società ha come alternativa la distribuzione oppure l'accantonamento e il reinvestimento degli utili prodotti, al netto delle imposte sulla società. Adottando un modello di investimenti basato sul "q" marginale di Tobin (ove quest'ultimo misura l'incremento nel valore di mercato dell'impresa per unità di capitale addizionale) si può dimostrare (cfr., ad esempio, Summers, 1981; Poterba, Summers, 1983; Edwards, Keen, 1984) che, in presenza di imposte personali "addizionali" (rispetto a quelle pagate dalla società) sia sui dividendi, sia sulle plusvalenze, l'impresa avrà convenienza ad investire finchè per una lira di utili trattenuta e reinvestita il valore di mercato delle azioni aumenterà di $(1-t_p)/(1-t_g)$, ove t_p e t_g sono rispettivamente le aliquote delle imposte personali sui dividendi e sulle plusvalenze e dove il rapporto $(1-t_p)/(1-t_g)$ è inferiore ad uno essendo (per i motivi di cui si è detto nel testo) $t_g < t_p$.

Per un valore del "q" marginale di Tobin uguale a quello appena indicato sarà indifferente, per l'azionista, la distribuzione degli utili o l'accantonamento e il reinvestimento dei medesimi presso la società. Nel primo caso, l'azionista otterrebbe, per una lira (al netto delle imposte sulla società) di utili distribuiti, $(1-t_p)$, ovvero l'utile distribuito al netto delle imposte personali. Nel caso, invece, in cui gli utili fossero accantonati e reinvestiti, il rendimento, per l'azionista, sarebbe sotto forma di plusvalenze: per una lira (sempre al netto delle imposte sulla società) di utili accantonata e reinvestita, l'azionista potrebbe disporre di una

plusvalenza pari a $(1-t_p)/(1-t_g)$ che, al netto delle imposte sulle plusvalenze medesime, ad aliquota t_g , consentirebbe un rendimento pari a $(1-t_p)$, esattamente uguale a quello che il medesimo azionista potrebbe ottenere se gli utili fossero distribuiti.

Sulla possibilità che nel lungo periodo il valore del "q" di Tobin sia inferiore ad uno esiste, tuttavia, notevole controversia, soprattutto perchè "se l'impresa è sottovalutata, una società che cercasse di acquistare attività reali comprerebbe sempre un'altra impresa piuttosto che nuovi macchinari sul mercato. Questo non potrebbe essere sostenuto in equilibrio" (Atkinson, Stiglitz, 1980, p. 135).

(20) Per un'analisi più estesa cfr. King (1977).

(21) Cfr. Kalecki (1944), Brown (1948).

(22) In questo modo "il governo diverrebbe letteralmente un socio nell'impresa. Contribuirebbe alla spesa sostenuta per il nuovo investimento nella stessa proporzione in cui parteciperebbe ai futuri rendimenti dell'impresa" (Brown, 1948, p. ...).

(23) I più classici riferimenti bibliografici sono, a questo proposito: Smith (1963); Sandmo (1974); Sumner (1975); King (1975, 1977) a cui si rimanda anche (pp. 246 e ss.) per una discussione dei limiti di questo concetto di neutralità.

Si noti, tuttavia, che mentre nel primo caso l'imposta commisurata al reddito delle società di capitali svolge unicamente la funzione di ritenuta d'acconto delle imposte personali, nel secondo caso è prevista una tassazione separata (addizionale rispetto alle imposte personali) dei redditi prodotti dalle società. E' stato recentemente sottolineato (Boadway, Bruce, Mintz, 1984b) che se si volesse assegnare all'imposta sulle società il solo ruolo di ritenuta d'acconto delle imposte personali, la base imponibile appropriata allo scopo "differirebbe considerevolmente da quella di un sistema di tassazione delle società pensato al fine di prelevare imposte in modo neutrale" (p. 293). Gli stessi autori precisano inoltre i requisiti che un sistema di tassazione delle società di capitali dovrebbe rispettare al fine di tassare separatamente, ma in modo "neutrale", i redditi prodotti dalle società. Due sono i sistemi individuati, che costituiscono, tuttavia, "due casi speciali di una regola di neutralità più generale" (Boadway, Wildasin, 1984, p. 329; cfr. anche, per una dimostrazione, Boadway, Bruce, 1984). Un primo sistema consente la deducibilità in sede di determinazione dell'imponibile del "vero" ammortamento economico e dei costi complessivi di finanziamento (sia sul capitale di debito, sia sul capitale proprio). Un secondo sistema è quello, di cui si è detto nel testo, che prevede un'imponibile tipo-cash flow. In entrambi i casi, se si desidera tassare in modo separato i redditi prodotti dalle società di capitali non deve essere consentita, sottolineano ancora gli autori, alcuna "integrazione" fra le imposte pagate dalla società e quelle personali.

(24) Cfr., ad esempio, King (1977, p. 252); Alworth (1980, 1981); Meade committee (1978).

(25) Le informazioni riportate in questo capitolo sono tratte, principalmente, da: Pechman (1983); Musgrave, Musgrave (1984); Auerbach (1983b); King, Fullerton (1984); Kay, Sen (1983);

Cnossen (1983); Kay, King (1983); Platt (1985); Gambier (1983) e da numeri vari delle riviste Intertax e International Bureau of Fiscal Documentation.

(26) Per una sintesi dei principali incentivi concessi nei paesi europei cfr. Di Ventura (1983). Per gli Stati Uniti cfr., ad esempio, Auerbach (1983b).

(27) Infatti "poichè l'imposta assume come base imponibile i flussi di cassa al momento della loro realizzazione non c'è bisogno di indicizzazione all'inflazione. La distinzione fra reddito e capitale sarebbe irrilevante e il sistema di tassazione terrebbe automaticamente conto degli effetti dell'inflazione senza bisogno di alcun correttivo specifico. E' importante sottolineare la semplicità di questo sistema rispetto alle complessità di metodi alternativi per calcolare la base imponibile della società ..." (Kay, King, 1983, p.187).

(28) Per una sintesi di questo dibattito, si veda, soprattutto Mc Lure, Jr. (1978, 1979). Tra i contributi volti a valutare gli effetti economici (allocativi e distributivi) che deriverebbero da un passaggio dal sistema classico ad uno di parziale o totale integrazione, si ricordano: Feldstein, Frish (1977); Fullerton, King, Shoven, Whalley (1981).

(29) Invero, il sistema di tassazione delle società di capitali adottato negli Stati Uniti prevede una lieve progressività, in quanto aliquote marginali crescenti si applicano a diversi scaglioni di imponibile. Ad esempio, per il 1983, il reddito imponibile, suddiviso in quattro scaglioni di 25.000 dollari ciascuno, era tassato in base alle seguenti aliquote: 15%, 18%, 30%, 40%. Al di sopra dei 100.000 dollari vige l'aliquota unica dell'46% a cui di fatto sono soggetti più del 90% dei profitti, ancorchè solo il 20% circa delle società di capitali operanti negli Stati Uniti (Musgrave, Musgrave, 1984, p. 384).

(30) Queste diversità permangono nonostante circa dieci anni fa sia stata resa nota una proposta di direttiva CEE per l'"armonizzazione" dei sistemi di tassazione dei dividendi adottati nei paesi membri (cfr. EEC Commission, 1975). La proposta, che prevede l'adozione di un sistema di credito parziale, non è mai divenuta operativa ed è stata sottoposta a numerose critiche. Come ha sottolineato anche il Parlamento Europeo, non avrebbe senso procedere nell'"armonizzazione" della tassazione degli utili distribuiti e dell'aliquota dell'imposta sulle società senza parallelamente procedere ad "armonizzare" la definizione di base imponibile adottata nei vari paesi membri per la tassazione delle società medesime (per una sintesi della "disputa" fra Parlamento Europeo e Commissione cfr. Chown, Hopper, 1982).

(31) Kaldor (1955).

(32) La progressiva riduzione prevista per l'aliquota dell'imposta sulle società è così scaglionata:

- | | | | |
|---|---------------------------|------------|----------------|
| - | per l'anno finanziario al | 31.3.1984: | 50% |
| - | " | " | 31.3.1985: 45% |
| - | " | " | 31.3.1986: 40% |
| - | " | " | 31.3.1987: 35% |

(33) Secondo una recente stima l'aliquota media gravante sulle proprietà immobiliari delle società raggiungerebbe circa il 2.5% (King, Fullerton, 1984, p.52).

(34) E' opportuno ricordare che l'aliquota "effettiva" sugli utili distribuiti era più elevata di quella fissata legalmente in quanto i profitti trattenuti per il pagamento dell'imposta erano tassati con l'aliquota del 51% (cfr. Frommel, 1976).

(35) La componente della Gewerbesteuer commisurata ai profitti (Gewerbeertragsteuer), che si applica ad una base imponibile al netto dell'imposta medesima, è prelevata con una aliquota del 5%, mentre la componente commisurata al capitale (Gewerbekapitalsteuer) ha una aliquota dello 0.2%. Entrambe queste aliquote sono moltiplicate per un fattore variabile a livello locale.

(36) L'aliquota dell'imposta patrimoniale sulle società è stata ridotta dallo 0.7% allo 0.6% nel 1984. Contestualmente si sono introdotte altre agevolazioni: l'imponibile è stato modificato ed è stata introdotta una soglia esente. Le aliquote dell'imposta patrimoniale erano state precedentemente ridotte, dallo 0.7% allo 0.5% per gli individui e dall'1% allo 0.7% per le società, a partire dal gennaio 1979.

(37) A giustificazione del primo tipo di agevolazioni vanno solitamente ragioni di ordine pratico. Si sottolinea, infatti, che tassare le plusvalenze maturate comporterebbe difficoltà sia di valutazione della base imponibile (connessa soprattutto alla carenza di stime accurate sul valore di certe proprietà) sia di "liquidità" del soggetto passivo di imposta, il quale potrebbe anche essere forzato ad alienare parte del proprio patrimonio per far fronte al pagamento dell'imposta.

Per una breve sintesi delle considerazioni solitamente avanzate a sostegno del secondo tipo di agevolazioni, nonché delle critiche che possono essere avanzate al trattamento fiscale privilegiato delle plusvalenze, cfr. Meade Committee (1978). Sulla tassazione delle plusvalenze, si veda, anche, Minarik (1981) e la bibliografia ivi citata.

(38) Cfr. Kay, Mayer (1982).

(39) Per una breve sintesi di questo dibattito cfr. Byrne (1980)

(40) Anche in questo caso le differenze fra paesi sono notevoli.

In Francia e in Italia non è possibile riportare le perdite sugli esercizi anteriori, mentre è consentito il riporto in avanti delle perdite stesse per cinque anni (in Francia, la quota delle perdite fiscali corrispondente agli ammortamenti può essere riportata in avanti senza limiti di tempo).

Nel Regno Unito, nella Germania Federale e negli Stati Uniti è prevista in generale la possibilità di riporto "indietro" (carry-back) delle perdite rispettivamente per uno, due e tre anni e "in avanti" (carry-forward) senza limiti di tempo nel Regno Unito, per cinque anni in Germania e per quindici anni negli Stati Uniti (cfr. Di Ventura, 1983).

(41) Su questi aspetti si veda: Cer (1985); Guerra (1985).

(42) Si tratta dei "proventi esenti da imposta delle obbligazioni pubbliche, di cui all'art. 31 del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n.601 e delle altre obbligazioni esenti sottoscritte, acquistate o date in pegno o in usufrutto a decorrere dalla data di entrata in vigore del presente decreto" (art. 1, primo comma, decreto legge n.791/84).

(43) Invero, in molti dei paesi considerati non è prevista la corresponsione di alcun interesse sui depositi a vista detenuti presso il sistema bancario. In alternativa, vengono forniti servizi gratuiti. Su questa forma di "redditi in natura", di cui non terremo tuttavia conto nel corso di questa analisi, non è dovuta alcuna imposta.

(44) Il "composite rate" viene infatti calcolato come media tra una aliquota uguale a zero ed una uguale a quella base dell'imposta personale (30%), ponderata per la proporzione dei depositanti rispettivamente esenti e non esenti dal pagamento dell'imposta personale.

(45) Una assunzione di questo tipo è contenuta, ad esempio, in King, Fullerton(1984).

(46) E' prevista una aliquota ridotta per le operazioni rientranti in alcuni settori (credito agrario, artigianato, etc.).

(47) Il credito non si applica tuttavia alla Gewerbesteuer e l'azionista non ottiene, dunque, una compensazione integrale dell'onere fiscale complessivo gravante sugli utili distribuiti dalla società. Il caso, si fa notare, è del tutto analogo a quello dell'Ilor, in Italia, di cui diremo nel capitolo successivo.

(48) Per un'analisi critica dell'evoluzione del sistema tributario francese relativamente alla tassazione dei dividendi, degli interessi e delle plusvalenze, nonché dei probabili effetti esercitati sulle scelte finanziarie delle imprese cfr. Levasseur, Olivaux (1981).

(49) Quest'aspetto e soprattutto il vantaggio concesso al finanziamento delle imprese presso gli Istituti di credito speciale è stato sottolineato da diversi autori; cfr., ad esempio, La Malfa, Valiani (1974); Valiani (1976).

(50) Si ricorda che ciò è avvenuto dopo un periodo in cui si sono accavallate norme agevolative ripetutamente estese e modificate.

I riferimenti legislativi, a questo proposito, sono:

- i decreti legge n.288 e n.503 (rispettivamente del 3.7.1980 e del 30.8.1980) che prevedono l'esenzione dalla ritenuta dell'imposta sostitutiva (nonchè dall'Irpef, dall'Irpeg e dall'Ilor) dei frutti delle obbligazioni emesse dagli Istituti di credito speciale per il periodo 4.7.1980-31.12.1981. Le agevolazioni consentite dai suddetti decreti, entrambi decaduti, vengono convalidate, fino al 30.9.1980 dalla legge n.687 del 28.10.1980;

- il decreto legge n.693 del 31.10.1980 (convertito con

modificazioni nella legge n.891 del 22.12.1980) che esenta da ogni ritenuta le obbligazioni emesse dagli Istituti di credito speciale entro il 30.9.1981 (originariamente il termine era il 31.12.1981) e che estende (nel processo di conversione in legge) detta agevolazione alle obbligazioni emesse dagli enti di gestione delle Partecipazioni Statali e dalle società per azioni quotate in borsa (o ammesse alla quotazione in borsa). L'agevolazione non si applica ai titoli con scadenza inferiore a tre anni;

- il decreto legge n.540 del 28.9.1981, di proroga al 31.12.1982 del termine per le agevolazioni fiscali introdotte con i decreti precedentemente citati (l'agevolazione viene estesa a tutti i titoli con scadenza non inferiore a diciotto mesi); in sede di conversione del decreto nella legge n. 676 del 27.11.1981 viene lievemente anticipato, dal 31.12.1982 al 30.9.1982, il termine delle agevolazioni fiscali; inoltre, come si è ricordato nel testo, il trattamento fiscale dei titoli obbligazionari emessi dalle imprese private viene uniformato a quello più favorevole previsto per gli Istituti di credito speciale.

(51) L'addizionale del'8% è stata istituita, per l'anno 1982, dal decreto legge n.787 del 22.12.1981 (convertito nella legge n.52 del 26.2.1982); la sua applicazione è stata estesa al 1983 dal decreto n.923 del 21.12.1982 (convertito nella legge n.29 del 9.2.1983) e al 1984, limitatamente però ai titoli emessi fino al 31.12.1983, dalla legge n.730 del 27.12.1983 (legge finanziaria per il 1984). Come è noto, il decreto legge n. 790 del 30.12.1985 ha stabilito che sugli interessi corrisposti alle obbligazioni emesse in data anteriore all'1.1.1984 sia prelevata in via permanente l'addizionale dell'8%: la ritenuta su questi interessi è infatti elevata (cfr. l'art. 1, terzo comma) dal 10% al 10.8%.

(52) Cfr. U.S Treasury (1984); le principali proposte contenute in questo progetto di riforma sono illustrate in Bale (1985); i risultati di alcuni studi condotti per valutare i probabili effetti economici di questa riforma sulle decisioni delle imprese sono sinteticamente riportati in Pechman (1985).

(53) La attenuazione della convenienza fiscale al finanziamento con indebitamento è stata uno degli obiettivi espliciti di questa riforma. Così si esprime il Cancelliere dello Scacchiere Lawson, nella presentazione del bilancio per il 1984-85: "La sostanziale riduzione dell'aliquota dell'imposta sulle società comporterà un ulteriore beneficio. Il nostro sistema di imputazione consente alla società una totale compensazione per gli interessi pagati. Ma per i dividendi la compensazione concessa è solo parziale. Le società hanno così un chiaro incentivo a finanziarsi attraverso l'indebitamento, in particolare presso il sistema bancario, piuttosto che aumentando il capitale sociale. Più l'aliquota dell'imposta sulle società si avvicina a quella base dell'imposta personale sul reddito, più si riduce questa non desiderabile distorsione" (Lawson, 1984, p. 179).

Per una analisi critica della riforma complessiva apportata nel Regno Unito al sistema di tassazione delle società di capitali (e dei vantaggi tuttora concessi al finanziamento delle imprese con indebitamento) cfr. Edwards (1984); Devereux, Mayer (1985).

(54) Si tratta delle agevolazioni soprattutto in materia di deducibilità delle quote di ammortamento (Accelerated Cost Recovery System) introdotte con l'Economic Recovery Tax Act (ERTA) del 1981 e successivamente modificate dal Tax Equity and Fiscal Responsibility Act (TEFRA) del 1982. Per una valutazione degli effetti economici di questa normativa si veda: Auerbach (1982); Gravelle (1982, 1983); Sinai, Lin, Robins (1983).

(55) U.S. President (1985). Un confronto delle principali differenze fra il progetto di riforma presentato dal Tesoro statunitense e quello presentato dal Presidente Reagan al Congresso è contenuto in Di Majo (1985).

(56) Per una sintesi delle principali conclusioni raggiunte da questa Commissione cfr. Maktouf (1982).

(57) In modo analogo, un altrettanto ampio progetto di riforma presentato dal Tesoro statunitense nel 1977 (cfr. U.S. Treasury, 1977) sottolinea i vantaggi di un sistema di tassazione personale basato su un concetto di reddito come consumo. Tuttavia, per quanto riguarda la tassazione delle società le opinioni espresse nei due progetti di riforma a cui si è appena accennato divergono: mentre il Meade Committee si esprime a favore di una tassazione separata dei profitti (addizionale rispetto alle imposte personali e commisurata, come si è detto, al cash flow di impresa) il progetto di riforma presentato nel 1977 negli Stati Uniti sostiene la tesi della non tassazione delle società di capitali come entità separate, sia nel caso si decidesse di assumere come imponibile dell'imposta personale un concetto di reddito-entrata, sia nel caso la definizione di reddito adottata, per la tassazione personale, fosse il consumo (p. 133). Nel primo caso (cioè nell'ipotesi di una riforma del sistema di tassazione personale che vada nella direzione di assumere come base imponibile dell'imposta un concetto di reddito-entrata), il progetto di riforma presentato dal Tesoro statunitense è a favore di una totale integrazione fra le imposte personali e quelle pagate dalla società, sicchè a queste ultime sarebbe attribuita unicamente la funzione di ritenuta d'acconto delle imposte personali. Nel secondo caso, invece (cioè se si decidesse di adottare come base imponibile dell'imposta personale il consumo), il trattamento dei redditi prodotti da una società di capitali sarebbe, sostiene il progetto di riforma statunitense, molto più semplice in quanto "l'imposta sui profitti societari andrebbe come tale eliminata. Gli individui includerebbero normalmente nella loro base imponibile tutti i dividendi ricevuti e il valore di tutte le azioni vendute e dedurrebbero il valore di tutte le azioni acquistate. Non ci sarebbe bisogno di trattare gli introiti conseguenti alla vendita di azioni in modo diverso da altre fonti di entrata o di attribuire i profitti non distribuiti agli azionisti individuali" (p. 46).

(58) "Una imposta sulle società basata sul cash flow" non deve "essere ritenuta incompatibile con un sistema di tassazione personale basato sul reddito, anche qualora la nozione di reddito adottata divergesse da quella di reddito-entrata" (Edwards, 1982, p.16).

(59) Questa proposta è avanzata nel citato "documento Rebecchini".

(60) Si ricorda che la medesima legge n.649/83 con cui è stata elevata al 12.5% la ritenuta sugli interessi obbligazionari ha anche stabilito, all'art.10, che detta ritenuta debba "essere operata anche sulla differenza tra la somma corrisposta ai possessori dei titoli alla scadenza e il prezzo di emissione" ovvero sul cosiddetto "scarto di emissione" o "disaggio".

(61) Il Dpr n.597/73 dispone, all'art.10 lettera 1) la deducibilità dal reddito complessivo a fini della determinazione della base imponibile dell'Irpef dei "premi per assicurazioni sulla vita del contribuente ... per un'importo complessivamente non superiore a 2.500.000 ... a condizione che dai documenti allegati alla dichiarazione risulti che il contratto di assicurazione abbia durata non inferiore a 5 anni a decorrere dalla data della sua stipulazione e che per il periodo di durata minima esso non consenta la concessione di prestiti".

(62) La legge, appena citata, conferma quanto disposto dall'art.10, primo comma, lettera 1, ultima parte del Dpr n.597/73 e successive modificazioni secondo cui "in caso di riscatto dell'assicurato nel corso del quinquennio l'impresa assicuratrice deve operare, sulla somma corrisposta al contribuente, una ritenuta d'acconto del 10 per cento commisurata all'ammontare complessivo dei premi riscossi e l'ammontare dei premi che sono stati dedotti dal reddito complessivo del contribuente è soggetto a tassazione a norma dell'articolo 13" cioè a tassazione separata.

Riferimenti bibliografici

ALWORTH J., "Are There Feasible Reforms for Corporation Taxes?", Fiscal Studies, luglio 1980, 1(3), pp. 65-73.

-----, "Piecemeal Corporation Tax Reform: a Survey", in The Political Economy of Taxation, eds.: A. Peacock and F. Forte, Oxford, Basil Blackwell, 1981.

ATKINSON, A. B.; STIGLITZ, J. E., Lectures on Public Economics, London, Mc Graw-Hill, 1980.

AUERBACH, A. J., "Wealth Maximization and the Cost of Capital", Quarterly Journal of Economics, agosto 1979, 93(3), pp.433-46.

-----, "Whither the Corporate Tax? Reform After ACRS", National Tax Journal, settembre 1982, 35(3), pp.275-86.

-----, "Taxation, Corporate Financial Policy and the Cost of Capital", Journal of Economic Literature, settembre 1983a, 21(3), pp.905-40.

-----, "Corporate Taxation in the United States", Brookings Papers on Economic Activity, 1983b, n.2, pp. 451-513.

----- and KING, M. A., "Taxation, Portfolio Choice and Debt-Equity Ratios: A General Equilibrium Model", Quarterly Journal of Economics, novembre 1983, 98(4), pp.587-609.

BALE G., "A Call for Fundamental Tax Reform from the U. S. Treasury: Some Implications for Canada", Canadian Tax Journal, marzo-aprile 1985, 33(2), pp. 269-99.

BAFFI, P., "Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva ai sensi dell'art. 144 del regolamento, sui problemi relativi alla funzionalità ed al livello di operatività della Consob anche a seguito dei nuovi compiti ad essa attribuiti dalla legge 23 marzo 1983, n.77", Camera dei Deputati, Commissione VI (Finanza e Tesoro), seduta di mercoledì 18 gennaio 1984.

BOARDWAY, R.; BRUCE, N., "A General Proposition on the Design of a Neutral Business Tax", Journal of Public Economics, luglio 1984, 24(2), pp.231-39.

-----; BRUCE, N. and MINTZ, J., "On the Neutrality of Flow-of-funds corporate taxation", Economica, febbraio 1983, 50 (197), pp. 49-61.

-----; BRUCE, N. and MINTZ, J., "Taxation, Inflation and the Effective Marginal Tax Rate in Canada", Canadian Journal of Economics, febbraio 1984a, 17(1), pp. 62-79.

-----; BRUCE, N. and MINTZ, J., "The Role and Design of the Corporate Income tax", Scandinavian Journal of Economics, 1984b, 86(2), pp.286-99.

----- and WILDASIN, D.E., Public Sector Economics, 2^a ed., Boston, Toronto, Little Brown and Company, 1984.

BRADFORD, D. F., "The Incidence and Allocation Effects of a Tax on Corporate Distribution", Journal of Public Economics, aprile 1981, 15(1), pp.1-22.

----- and FULLERTON, D., "Pitfalls in the Construction and Use of Effective Tax Rate" in Depreciation, Inflation and the Taxation of Income from Capital, ed.: C. R. HULTEN, The Urban Institute Press, Washington D.C., 1981.

BROWN, C. E., "Business Income Tax and Investment Incentives", in Income, Employment and Public Policy, Essays in Honor of Alvin H. Hansen, New York, W.W. Norton, 1948; ristampato in Readings in the Economics of Taxation, eds.: R. A. MUSGRAVE and C. S. SHOUP, American Economics Association, George Allen and Unwin, 1959.

BYRNE, W. J.; "Recent Developments in Capital Gains Taxation", Finanzarchiv, 1980, 38(1), pp.92-109.

CANADIAN ROYAL COMMISSION ON TAXATION, "Report", Queen's Printer, Ottawa, 1966.

C.E.R., Rapporto, n.1, 1985.

----- e I.R.S. (a cura di), Quale Strategia per l'Industria?, Bologna, il Mulino, 1986.

CHOWN, J. and HOPPER, W., "Company Tax Harmonization in the European Economic Community", Intertax, 1982, n. 8, pp. 275-284.

COMMISSIONE INDUSTRIA DEL SENATO, "Documento conclusivo dell'indagine conoscitiva sulla politica industriale", Laboratorio di Politica Industriale, Nomisma, agosto 1985.

CNOSSEN, S., "The Imputation System in the EEC", in Comparative Tax Studies, Essays in Honor of Richard Goode, Amsterdam, North-holland, 1983.

COSCIANI, C., Scienza delle Finanze, 8ª ed., Torino, UTET, 1977.

DEVEREUX, M. P.; MAYER, C.P., "Corporation Tax. The Impact of the 1984 Budget", I.F.S. Report Series n.11, 1985.

DI I. VENTURA, "Investimenti delle imprese e contesto fiscale e finanziario", Economia Europea, luglio 1983, n.16.

DI MAJO, A., "Incentivi fiscali, decisioni di investimento e riforma tributaria", Rivista Internazionale di Scienze Sociali, gennaio-aprile 1973, 81(1-2), pp. 8-36.

-----, "Tassazione delle attività finanziarie e mercati creditizi in Italia", Contributi alla Ricerca Economica, Servizio Studi della Banca d'Italia, dicembre 1980, n.9.

-----, "Struttura tributaria e struttura economica: il prelievo sulle imprese", relazione presentata al Convegno Il sistema tributario oggi e domani, Pavia, 11-12 ottobre 1985.

EDWARDS, J. S. S., "On the Case for a Flow-of-Funds Corporation Tax", I.F.S. Working Paper, agosto 1982, n.35.

-----, "Does Dividend Policy Matter?", Fiscal Studies, febbraio 1984a, 5(1), pp. 1-17.

-----, "The 1984 Corporation Tax Reform", Fiscal Studies, maggio 1984b, 5(2), pp. 30-44.

----- and KEEN, M. J., "Wealth Maximization and the Cost of Capital: a Comment", Quarterly Journal of Economics, febbraio 1984, 99(1), pp. 211-14.

E.E.C. COMMISSION, "Proposal for a Directive Concerning the Harmonization of Systems of Company Taxation and of Withholding Taxes on Dividend", Com(75)392, Brussel, 1975.

FARRAR D. E. and SELWYN, L. L., "Taxes, Corporate Financial Policy and Return to Investors", National Tax Journal, dicembre 1967, 20(4), pp.444-54.

FELSTEIN, M. S. and FRISH, D.; "Corporate Tax Integration: the Estimated Effects on Capital Accumulation and Tax Distribution of Two Integration Proposals", National Tax Journal, marzo 1977, 30(1), pp.37-52.

-----; DICKS-MIREAU, L. and POTERBA, J., "The Effective Tax Rates and the Pre-Tax Rate of Return", Journal of Public Economics, luglio 1983, 21(2), pp. 129-58.

FROMMEL, S. N., "The New German Imputation System and Foreign Investors", British Tax Review, 1976, pp.269-88.

FULLERTON, D., "Which Effective Tax Rate?", National Tax Journal, marzo 1984, 37(1), pp.23-41.

-----, "Which Effective Tax Rate? A Reply", National Tax Journal, marzo 1985, 38(1), pp.109-10.

-----; KING, A. T.; SHOVEN, J.B. and WHALLEY, J. "Corporate Tax Integration in the United States: A General Equilibrium Approach", American Economic Review, settembre 1981, 71(4), pp.677-91.

GAMBIER, C., Les Impôts en France, 15^e ed., Paris, Lefebvre, 1983.

GORDON, R. and MALKIEL, B. G., "Corporation Finance", in How Taxes Affect Economic Behavior, eds.: H. J. AARON and J. A. PECHMAN, Washington D.C., The Brookings Institution, 1981.

GRAVELLE, J. G., "Effects of the 1981 Depreciation Revisions on the Taxation of Income from Business Capital", National Tax Journal, marzo 1982, 35(1), pp.1-20.

-----, "Capital Income Taxation and Efficiency in the Allocation of Investment", National Tax Journal, settembre 1983, 36(3), pp. 297-306.

-----, "Which Effective Tax Rate? A Comment and Extension", National Tax Journal, marzo 1985, 38(1), pp.103-108.

GUERRA, M. C., "I titoli pubblici detenuti dalle imprese: quale tassazione?", Politica ed Economia, marzo 1985, n. 3, pp. 63-6.

HALL, R. E. and JORGENSEN, D. W., "Tax Policy and Investment Behavior", American Economic Review, giugno 1967, 57(3), pp. 391-414.

HAMMER, R. H., "The Taxation of Income from Corporate Shareholder: Review of Present System in Canada, France, Germany, Japan and the U. K.", National Tax Journal, settembre 1975, 28(3), pp.315-34.

JORGENSEN, D. W., "Capital Theory and Investment Behavior", American Economic Review, maggio 1963, 53(2), pp. 247-259.

KALDOR, N., "Memorandum of Dissent to the Final Report of the Royal Commission on the Taxation of Profit and Income", in Report on Taxation I, Collected Economic Essays n.7, London, Duckworth, 1980.

KALECKI, M., "Three Ways to Full Employment", in The Economics of Full Employment, Oxford, Basil Blackwell & Mott Limited, 1944; trad. it. L'economia della piena occupazione, Torino, Rosenberg & Sellier, 1979.

-----, "The Economic Effects of Alternative Systems of Corporation Tax", Memorandum submitted to the Select Committee of the House of Commons on the Corporation tax, luglio 1971, in Report on Taxation I, Collected Economic Essays n.7, London, Duckworth, 1980.

KAY, J. A. and MAYER, C. P., "Indexation of Capital Gains - A Critique of the Budget Proposals", Fiscal Studies, luglio 1982, 3(2), pp. 82-91.

----- and SEN, J., "The Comparative Burden of Business Taxation", I.F.S. Working Paper, luglio 1983, n.45.

----- and KING, M.A., The British Tax System, 3^a ed., Oxford, Oxford University Press, 1983.

KING, M. A., "Taxation and the Cost of Capital", Review of Economic Studies, gennaio 1974, 41(1), pp.21-35.

-----, "Taxation, Corporate Financial Policy and the Cost of Capital", Journal of Public Economics, agosto 1975, 4(3), pp. 271-9.

-----, Public Policy and the Corporation, London, Chapman and Hall, 1977.

----- and FULLERTON, D., The Taxation of Income from Capital: A Comparative Study of the U.S., U.K., Sweden and West Germany, N.B.E.R., Chicago, The University of Chicago Press, 1984.

LA MALFA, G. e VALIANI, R., "Il mercato delle obbligazioni dopo la riforma tributaria", Moneta e Credito, marzo 1974, 27(105), pp. 30-49.

LAWSON, N., Chancellor of the Exchequer, "Extracts from the Budget Speech 1984-85", Bulletin for International Fiscal Documentation, 1984, 38(4), pp.177-82.

LEVASSEUR, M. e OLIVAUX, J. L., "Théorie du Financement des entreprises et évolution de la fiscalité française", Revue Economique, maggio 1981, 32(3), pp.490-512.

MC LURE, C. E., JR., "A Status Report on Tax Integration in the U. S.", National Tax Journal, dicembre 1978, 31(4), pp. 313-28.

-----, Must Corporate Income be Taxed Twice?, Washington D. C., The Brookings Institution, 1979.

MEADE COMMITTEE, The Structure and Reform of Direct Taxation, I.F.S., London, George Allen and Unwin, 1978.

MIELI, S., "Gli effetti dell'imposta sostitutiva sui prestiti a medio e lungo termine", Banca Impresa Società, agosto 1984, n.2, pp. 325-44.

MILLER, M. H., "Debt and Taxes", Journal of Finance, maggio 1977, 32(2), pp.261-75.

MINARIK, J. J., "Capital Gains", in How Taxes Affect Economic Behavior, eds.: H. J. AARON and J. A. PECHMAN, Washington, D.C., The Brookings Institution, 1981.

MINISTERO DEL TESORO, "Il sistema creditizio e finanziario italiano", Relazione della Commissione di studio istituita dal Ministro del Tesoro, Roma, 1982.

MODIGLIANI, F. and MILLER, M. H., "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", American Economic Review, giugno 1958, 48(3), pp.261-97.

----- and MILLER, M. H., "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", American Economic Review, giugno 1963, 53(3), pp. 33-43.

MUSGRAVE, R. A. and MUSGRAVE, P. B., Public Finance in theory and Practice, 4^a ed., McGraw-Hill, 1984.

O.E.C.D., "Tax Structure and Employment", Working Party n.1 of the Economic Policy Committee, Paris, 1985.

PECHMAN, J. A., Federal Tax Policy, 4^a ed., Washington D.C., The Brookings Institution, 1983.

-----, "The Treasury Tax Reform Plan: Pro- or Anti-Growth?", The Brookings Review, primavera 1985.

PLATT, C. J., Tax System of Western Europe, 3^a ed., London, Gower, 1985.

POTERBA, J. J. and SUMMERS, L. H., "Dividend Taxes, Corporate Investment and 'q'", Journal of Public Economics, novembre 1983, 22(2), pp. 135-67.

SAMMARTINO, S., "Titoli rappresentativi di quote di fondi comuni", in Nuove forme di impiego del risparmio e di finanziamento delle imprese: disciplina civile e fiscale, eds.: DE NOVA, G.; GERELLI, E.; TREMONTI, G. e VISENTINI, G., Milano Franco Angeli, 1984.

SAMUELSON, P.A., "Tax Deductibility of Economic Depreciation to Insure Invariant Valuations", Journal of Political Economy, dicembre 1964, 72(6), pp.604-606.

SANDMO, A., "Investment Incentives and the Corporation Income Tax", Journal of Public Economics, marzo-aprile 1974, 82(2), pp. 287-302.

SINAI, A.; LIN, A. and ROBINS, R., "Taxes, Saving and Investment: Some Empirical Evidence", National Tax Journal, settembre 1983, 36(3), pp.321-45.

SMITH, V. L., "Tax Depreciation Policy and Investment Theory", International Economic Review, gennaio 1963, 4(1), pp.80-91.

STEVE, S., Lezioni di scienza delle finanze, 6ª ed., Padova, Cedam, 1972.

STIGLITZ, J. E., "Taxation, Corporate Financial Policy and the Cost of Capital", Journal of Public Economics, febbraio 1973, 2(1), pp.1-34.

SUMNER, M. T., "Neutrality of Corporate Taxation or on not Accounting for Inflation", The Manchester School, dicembre 1975, 43(4), pp. 353-61.

SUMMERS, L. H., "Taxation and Corporate Investment: A q-Theory Approach", Brookings Paper on Economic Activity, 1981, n.1, pp. 67-140.

U. S. PRESIDENT, The President's Tax Proposals to the Congress for Fairness, Growth and Simplicity, Washington D. C., maggio 1985.

U. S. TREASURY, Blueprints for Basic Tax Reform, Department of Treasury, gennaio 17, 1977.

-----, Treasury Department Report to the President, Tax Reform for Fairness, Simplicity and Economic Growth, D. C. Department of Treasury, novembre 1984.

VALIANI, R., "Aspetti economici ed equitativi della tassazione nel mercato monetario e finanziario", Economia e lavoro, CERES, 1976.

VAN HORNE, Teoria e tecnica della finanza di impresa, ed. it. a cura di F. CESARINI e M. ONADO, Bologna, il Mulino, 1984.